KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

studien

Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt

REIHE WETTBEWERB
RECHTSANGLEICHUNG - 1977

30

Kommission der Europäischen Gemeinschaften

Bericht über die Untersuchung „Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt"

von Dr. Hartmut Schmidt
ordentlicher Professor der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Hamburg

Luxembourg: Office des publications officielles des Communautés européennes

1977 — 424 S. — 17,6 x 25,0 cm

Kollektion Studien, Reihe Wettbewerb — Rechtsangleichung

DE

Katalognummer: CB-NP-77-030-DE-C

FB 300	DKr 49,50	DM 19	FF 40,50
Lit 7150	Fl 20,50	£ 4.90	$ 8.50

Diese Studie ist von Dr. Hartmut Schmidt, Professor an der Universität Hamburg, im Auftrage der Kommission der Europäischen Gemeinschaften durchgeführt worden.

Gegenstand dieser Studie sind die Vorteile und Nachteile von integrierten Zirkulationsmärkten im Verhältnis zu den gespaltenen Märkten, und zwar im wesentlichen gesehen unter den Aspekten eines einwandfreien Funktionierens dieser Märkte, der Entwicklung sowohl des inländischen wie grenzüberschreitenden Effektenhandels und des Schutzes der Sparer.

Im ersten Teil der Studie werden die verwendeten Kriterien für die Beurteilung der verschiedenen Organisationsformen der Wertpapiermärkte behandelt.

Im zweiten Teil werden die Systeme der Organisation und das Funktionieren der Wertpapierzirkulationsmärkte in den neun Mitgliedstaaten sowie in Japan und den Vereinigten Staaten auf synthetische Weise untersucht. Ziel dieser Untersuchung ist, für den jeweiligen Staat zu ermitteln, ob der Zirkulationsmarkt im weiten Sinne integriert oder gespalten ist, d. h. ob ein oder mehrere Märkte bestehen und welche verschiedenen Arten von Wertpapiergeschäften an ihnen getätigt werden.

Der dritte Teil der Studie schließlich enthält einen Vergleich aufgrund von Erkenntnissen aus der Praxis und Überlegungen theoretischer Art über die Vorzüge der integrierten Zirkulationsmärkte und der gespaltenen Märkte. Dieser dritte Teil enthält außerdem gewisse Schlußfolgerungen betreffend die künftige Politik der Gemeinschaft auf dem Gebiet des Börsenwesens.

Die Kommission stellt fest, daß diese Studie ein bedeutsamer Beitrag im Hinblick auf die Festlegung bestimmter Ziele im Rahmen ihrer Arbeiten betreffend die Wertpapiermärkte darstellt. Sie legt jedoch Wert auf die Feststellung, daß die in ihr vertretenen Meinungen ausschließlich diejenigen des Verfassers sind.

KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

Bericht über die Untersuchung

„Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt"

von

Dr. Hartmut Schmidt

ordentlicher Professor der Betriebswirtschaftslehre
an der Universität Hamburg

KOLLEKTION STUDIEN
Reihe Wettbewerb — Rechtsangleichung Nr. 30
Brüssel, März 1977

Bibliografische Daten befinden sich am Ende der Veröffentlichung

© Copyright EGKS - EWG - EAG, Brüssel - Luxemburg, 1977
Printed in Belgium

Katalognummer: CB-NP-77-030-DE-C

INHALTSVERZEICHNIS

Abkürzungsverzeichnis	XV
Kurzzusammenfassung	XVII
Vorwort	XIX
Einleitung	1
Teil 1	
Kriterien für die Beurteilung verschiedener Organisationsformen von Effektenmärkten	7
A. Kriterien zur Beurteilung von Effektenmärkten	7
I. Marktteilnehmer als Ausgangspunkt	7
II. Kriterien aus der Sicht von Anlegern und Emittenten	10
III. Kriterien der Marktqualität aus der Sicht der Produzenten relevanter Finanzdienstleistungen	16
IV. Elemente der Verfahrenseffizienz	20
V. Das Kriterium der Verfahrenseffizienz und andere Kriterien zur Beurteilung der Qualität von Zirkulationsmärkten	31
B. Integrierte und gespaltene Zirkulationsmärkte	39
Teil 2	
Die Segmente der Zirkulationsmärkte in den Mitgliedsländern der Europäischen Gemeinschaften, in Japan und in den Vereinigten Staaten	43
A. Die Segmente des Zirkulationsmarktes im Vereinigten Königreich und in der Republik Irland	43
I. Teilnehmer und Werte	43

II. Börsliche Segmente des Zirkulationsmarktes im Vereinigten Königreich und in der Republik Irland 51

1. Jobbing System 52

a) Das typische Handelsverfahren 52

b) Modifikationen bei Blocktransaktionen und in anderen Fällen ungünstiger Spannen 58

c) Der jobber als Makler 62

2. Der Handel ohne jobbers 63

a) Das Callover-System 63

b) Andere Handelsverfahren ohne jobber 65

III. Außerbörsliche Segmente des Zirkulationsmarktes im Vereinigten Königreich und in der Republik Irland 66

1. Automated Real-Time Investments Exchange Limited (Ariel) 66

2. Andere außerbörsliche Segmente 71

B. Segmente des Zirkulationsmarktes in Dänemark 74

I. Teilnehmer und Werte des dänischen Zirkulationsmarktes 74

II. Börsliche Segmente des dänischen Zirkulationsmarktes 78

1. Hovedbørsen 78

a) Der Handel in Aktien und Anleihen der A-Liste 78

b) Der Handel in Anleihen der B-Liste 79

2. Efterbørsen 81

III. Außerbörsliche Segmente des dänischen Zirkulationsmarktes 83

1. Die Ausführung von Kleinaufträgen 84

2. Blocktransaktionen 84

C. Die Segmente des Zirkulationsmarktes in den Niederlanden 86

I. Teilnehmer und Werte 86

II. Börsliche Segmente des Zirkulationsmarktes in den Niederlanden 89

1. Gesloten Hoeken 91

2. Open Hoeken 93

III. Außerbörsliche Segmente des Zirkulationsmarktes 94

1. Außerbörslicher Handel in den börsennotierten Werten 94

2. Außerbörslicher Handel in nicht börsennotierten Werten 95

D. Die Segmente des Zirkulationsmarktes in der Bundesrepublik Deutschland 97

I. Teilnehmer und Werte 97

II. Börsliche Segmente des Zirkulationsmarktes in der Bundesrepublik Deutschland 103

1. Der amtliche Handel 104

a) Der Kassahandel zu fortlaufenden Kursen 104

b) Der Kassahandel zu Einheitskursen 106

2. Der nicht amtliche Handel 109

a) Der Kassahandel in amtlich nicht notierten Aktien und Anleihen (geregelter Freiverkehr) 109

b) Optionshandel 110

III. Die außerbörslichen Segmente des Zirkulationsmarktes in der Bundesrepublik Deutschland 112

E. Die Segmente des Zirkulationsmarktes in Belgien 115

I. Teilnehmer und Werte 115

II. Börsliche Segmente des Zirkulationsmarktes in Belgien 119

1. Der Terminmarkt 120

2. Der Kassamarkt 123

a) Der Marché des Corbeilles (Corbeillemarkt) 123

b) Der Markt für inländische öffentliche Anleihen 125

c) Der Marché du Parquet (Parketmarkt) 125

d) Der börsliche Markt für nicht zugelassene Werte 126

III. Außerbörsliche Marktsegmente 127

F. Die Segmentierung des Zirkulationsmarktes im Großherzogtum Luxemburg 129

I. Teilnehmer und Werte 129

II. Börsliche Marktsegmente in Luxemburg 131

1. Der gegenwärtige Handel an der Luxemburger Börse 131

2. Ventes publiques 132

3. Der Handel im geplanten Eurex-System 133

III. Außerbörsliche Segmente des Zirkulationsmarktes in Luxemburg 138

G. Die Segmente des Zirkulationsmarktes in Frankreich 140

I. Teilnehmer und Werte 140

II. Die börslichen Segmente des Zirkulationsmarktes in Frankreich 148

1. Der Marché officiel 150

a) Der Handel à la criée 151

b) Der Handel par opposition 152

c) Der Handel par casier 153

d) Der Handel par boîte 154

2. Der Marché hors-cote 154

a) Procédure ordinaire 154

b) Procédure speciale 155

III. Außerbörsliche Segmente 157

IV. Reformbestrebungen 159

H. Die Segmente des Zirkulationsmarktes in Italien 160

I. Teilnehmer und Werte 160

II. Die börslichen Segmente des Zirkulationsmarktes in Italien 167

1. Der Terminhandel 167

2. Der Kassahandel 168

III. Die außerbörslichen Segmente des italienischen Effektenmarkts 169

1. Der außerbörsliche Handel in börsennotierten Werten 169

2. Der Handel in nicht notierten Werten 169

J. Die Segmente des Zirkulationsmarktes in Japan 173

I. Teilnehmer und Werte 173

II. Börsliche Segmente des japanischen Zirkulationsmarktes 179

1. Der Handel in den großen Werten 181

2. Der Handel über Saitori-Firmen 183

3. Der Handel an den Börsen ohne Saitori 185

III. Außerbörsliche Segmente des japanischen Zirkulationsmarktes 187

1. Außerbörslicher Handel in börsennotierten Werten 187

2. Außerbörslicher Handel in nicht notierten Werten 189

3. Der Gensaki-Markt 191

K. Die Segmente des Zirkulationsmarktes in den Vereinigten Staaten 193

I. Teilnehmer und Werte 193

II. Börsliche Segmente des Zirkulationsmarktes in den Vereinigten Staaten 212

1. Börsliche Segmente des Kassamarktes 213

a) Die Marktsegmente der New York Stock Exchange 213

b) Die Marktsegmente der American Stock Exchange 225

c) Die Regionalbörsen 228

2. Börsliche Segmente des Terminmarktes 234

a) Börsliche Optionsmärkte 234

b) Märkte mit festen Termingeschäften in Effekten 238

III. Außerbörsliche Segmente des Zirkulationsmarktes in den Vereinigten Staaten 241

1. Außerbörsliche Märkte für Titel privater Emittenten 243

a) Nasdaq 243

b) Third Market 247

c) Fourth Market 251

d) Andere Märkte 253

2. Märkte für Titel öffentlicher Emittenten 255

a) Der Markt für U.S. Government und Federal Agencies Securities 255

b) Der Markt für Municipal Securities 257

IV. Das National Market-System 259

1. Entwicklungslinien 259

2. Bisherige Konsolidierungsschritte 266

a) Das Consolidated Tape 266

b) Das Composite Quotation System 268

3. Zukünftige Konsolidierungsstufen 271

Teil 3
Begründung und Beurteilung segmentierter Zirkulationsmärkte 281

A. Determinanten der Segmentierung 281

I. Kostenunterschiede bei der Produktion von Finanzdienstleistungen als Determinanten der Segmentierung 282

II. Qualitätsunterschiede von Finanzdienstleistungen als Determinanten der Segmentierung 291

B. Bewertung ausgewählter Formen segmentierter Zirkulationsmärkte 294

I. Vor- und Nachteile einer segmentierten gegenüber einer homogenen Zentralbörse 295

II. Vor- und Nachteile der vertikalen Aufgliederung einer segmentierten Zentralbörse 308

1. Mehrere Börsen als Marktorganisatoren 309

2. Börsliche und nichtbörsliche Marktorganisatoren 314

III. Vor- und Nachteile ausgewählter Formen einer horizontalen Segmentierung des Zirkulationsmarktes 328

1. Vor- und Nachteile der Kompensation 329

2. Vor- und Nachteile von Parallelmärkten 336

3. Bewertung anderer Formen horizontaler Segmentierung 351

C. Zur Frage der Automation des Effektenhandels 356

D. Schlußfolgerungen für die Börsenpolitik der Europäischen Gemeinschaften 364

Anhänge

1. Die Beziehungen zwischen Kapitalkosten, Effektivrendite und Mindestverzinsung unter Berücksichtigung marktorganisationsbestimmter Kosten 372

2. Die beiden Prinzipe börslicher Kursermittlung: Market-maker-Prinzip und Auktionsprinzip 386

3. Die Kosten sofortigen Abschlusses oder Marktiefe und Marktenge 393

4. Programm der Untersuchung 401

Quellenverzeichnis 403

VERZEICHNIS DER TABELLEN UND ABBILDUNGEN[1)]

A - 1	Die Administrative Units der Stock Exchange	44
A - 2	Zahl und Umlauf der von der Stock Exchange zugelassenen Wertpapiere am 31.März 1975	48
A - 3	Börsenumsätze der Stock Exchange	49
B - 1	Umlauf und Zahl börsennotierter dänischer Anleihen und Aktien	76
B - 2	Umsätze der Hovedbørs nominal und in Prozent des Umlaufs	80
C - 1	Zahl der an der Amsterdamer Effektenbörse zugelassenen Titel nach Wertpapierarten	88
C - 2	Börsenumsätze nach Wertpapierarten in den Jahren 1973 und 1974	89
D - 1	Mitgliedsfirmen deutscher Börsen	97
D - 2	Prozentuale Anteile verschiedener Anlegergruppen am Effektenumlauf nach Nominalwerten zum Jahresende 1970, 1972 und 1974 (Deutsche Bundesbank)	100
D - 3	Zahl der auf den verschiedenen Marktsegmenten gehandelten Aktien an den einzelnen deutschen Effektenbörsen per 31.12.1973 (Börsen-Zeitung)	101
D - 4	Umsätze an den deutschen Börsen im Jahre 1973 (Deutsche Bundesbank und deutsche Börsen)	102

1) Die Angaben in Klammern bezeichnen die Quelle. Sofern die Quelle ein Jahresbericht oder ein fact book der betreffenden Börse ist, unterbleibt die Angabe.

E - 1	Umsätze und Umlauf von Effekten der Brüsseler Börse	118
F - 1	Zahl der an der Luxemburger Börse notierten Effekten	130
G - 1	Umsätze in französischen Aktien auf dem offiziellen Markt zu Marktwerten 1964 - 1975 (Compagnie des Agents de Change und Henri Brunel)	140
G - 2	Anzahl und Umsätze börsennotierter Wertpapiere auf dem Marché officiel	141
G - 3	Aufteilung der auf dem Marché officiel gehandelten Titel, ihres Umlaufs zu Marktwerten und ihrer Emittenten auf die einzelnen Börsenplätze	142
G - 4	Verteilung der Gesamtumsätze auf dem Marché officiel und dem Marché hors-cote	149
H - 1	Umsätze zu Nominalwerten an den zehn italienischen Börsen im Jahre 1974 und ihr Anteil an den Gesamtumsätzen (Borsa Valori di Milano)	160
H - 2	Zahl der auf den verschiedenen Marktsegmenten gehandelten italienischen Aktien (Banca Commerciale Italiana und Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano)	165
J - 1	Mitglieder und Umsatzanteile der japanischen Effektenbörsen (Japan Securities Research Institute)	174
J - 2	Prozentuale Anteile des Effektenbesitzes verschiedener Anlegergruppen am Umlauf von Effekten inländischer Emittenten (OECD und Hiroshi Okumura)	178
J - 3	Zahl der Börsengesellschaften (Japan Securities Research Institute)	179

J - 4	Anteile einzelner japanischer Börsen an den Aktienumsätzen ausgewählter Jahre (Japan Securities Research Institute)	187
K - 1	U.S. Broker-dealer-Firmen (SEC, NYSE)	194
K - 2	Aktiva und Erträge größerer Broker-dealer-Firmen (SEC, NYSE)	196
K - 3	Umsätze an registrierten Börsen im Jahre 1975 (SEC)	206
K - 4	Aktienumsätze ausgewählter Jahre und ihre Verteilung auf einzelne Effektenbörsen (SEC)	207
K - 5	Marktwert des Aktienumlaufs in den Vereinigten Staaten am Ende ausgewählter Jahre (SEC)	209
K - 6	Zahl der börsennotierten Aktien und Anleihen (SEC)	211
K - 7	Titel der Regionalbörsen (SEC)	229
Abb. 1	Allokationseffizienz der Zirkulationsmärkte	34
Abb. 2	Streuung und Nominalkapital der an mehreren Börsen gehandelten deutschen Aktien (Börsen-Zeitung und Commerzbank AG)	105
Abb. 3	Überblick über den Effektenmarkt in den Vereinigten Staaten	208
Abb. 4	Holländisches Tenderverfahren	375

Abb. 5 Kosten sofortigen Abschlusses 394

Abb. 6 Anleger und Market Makers als Anbieter des Transaktionsservice "sofortiger Abschluß" 399

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

AEB	Amsterdamse Effectenbeurs
AIS	Automated Investment Service
Amex	American Stock Exchange
Ariel	Automated Real-Time Investments Exchange Limited
BAS	Block Automation System
BSE	Boston Stock Exchange
CBOE	Chicago Board Options Exchange
Cedel	Centre for the Delivery of Securities
CLOB	Central Limit Order Book
COB	Commission des Opérations de Bourse
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
CQS	Consolidated Quotations Service
CSE	Cincinnati Stock Exchange
DIMOS	Dealer Inter-Market Order-Switching System
DSE	Detroit Stock Exchange
FRBNY	Federal Reserve Bank of New York
Instinet	Institutional Network
mm	market maker
MPDS	Market Price Display System
M.R.	Mercato Ristretto
MSE	Midwest Stock Exchange
MSRB	Municipal Securities Rule-Making Board
NASD	National Association of Securities Dealers
Nasdaq	NASD Automated Quotations
NMA	National Market Association
NMAB	National Market Advisory Board
NSCC	National Securities Clearing Corporation
NSE	National Stock Exchange
NYSE	New York Stock Exchange
OBO	Order Book Official
OCC	Options Clearing Corporation

OIS	Order Indication System
OTC	over the counter
PBW	Philadelphia-Baltimore-Washington Stock Exchange
PSE	Pacific Stock Exchange
SE	Stock Exchange
SEC	Securities and Exchange Commission
SIAC	Securities Industry Automation Corporation
SIPC	Securities Investor Protection Corporation

KURZZUSAMMENFASSUNG

1. Ausgangspunkt dieser Arbeit ist ein Zustand, den viele als Normalfall betrachten: Ein Wertpapier ist an einer Börse zugelassen und wird ausschließlich dort gehandelt. Von diesem auf den ersten Blick so einleuchtenden und wohlgeordneten Zustand kommen - von Land zu Land in unterschiedlichem Ausmaß - Abweichungen vor. Damit stellt sich die Frage, warum manche Papiere an mehreren Börsen, einige Titel sowohl börslich als auch außerbörslich und andere überhaupt nicht an einer Börse gehandelt werden.

2. Um die Vor- und Nachteile solcher Abweichungen feststellen zu können, bedarf es eines Beurteilungsmaßstabes. Von den Interessen der Anleger und Emittenten ausgehend wird er in Teil 1 erarbeitet und als Verfahrenseffizienz bezeichnet. Je höher die Verfahrenseffizienz, desto näher rücken Effektivrendite der Anleger und die Kapitalkosten der Emittenten aneinander. Die Verfahrenseffizienz umfaßt Kriterien der Markttiefe, Marktbreite, möglichst niedrige Provisionen, Wettbewerb und Anlegerschutz.

3. Teil 2 stellt dar, wie Effekten auf den Zirkulationsmärkten der Mitgliedsländer der Europäischen Gemeinschaften, in Japan und in den Vereinigten Staaten gehandelt werden. Die detaillierte Analyse zeigt, daß die Konzentration des Handels auf eine Börse Ausnahmecharakter hat. Selbst wo ein hoher Grad der Konzentration erreicht ist, werden die Titel nicht nach einem einzigen Verfahren gehandelt, vielmehr ist der Handel für umsatzstarke und umsatzschwache Werte unterschiedlich organisiert (vertikale Segmentierung). Darüber hinaus ist der Handel eines Titels häufig auf mehrere Märkte verteilt (horizontale Segmentierung). Die Gründe der Segmentierung sind im Bemühen der Effektenhandelsbetriebe um eine kostenminimale Produktion von Transaktionsleistungen und in den Qualitätsunterschieden dieser Leistungen zu suchen.

4. Eine vertikale Segmentierung erhöht die Verfahrenseffizienz des Zirkulationsmarktes. Wo viele Titel verschiedenster Umsatzmerkmale umgesetzt werden müssen, von außerordentlich umsatzstarken Werten bis hin zu selten gehandelten, sind vier vertikale Segmente sinnvoll. In den beiden obersten Segmenten wird in aller Regel das Auktionsprinzip die Handelsverfahren bestimmen, im dritten das Market-maker-Prinzip, während für die umsatzschwächsten Werte einfache Vermittlungstechniken adäquat sind. Um die Entwicklung der Handelsverfahren möglichst eng an den technischen Fortschritt und an Änderungen der Präferenzen der Anleger zu koppeln, erscheint es trotz der Duplikation gewisser Einrichtungen empfehlenswert, daß einzelne vertikale Segmente oder Teile davon unter der Regie konkurrierender Marktorganisatoren stehen. Für die beiden unteren Segmente ist es unerheblich, ob es sich dabei um börsliche oder nichtbörsliche Marktorganisatoren handelt.

5. Bei der horizontalen Segmentierung sind zwei Fälle zu unterscheiden: Abschlüsse, die außerhalb des Hauptmarktes, aber zu dessen Kursen erfolgen (unselbständige Kursstellung), z.B. außerbörsliche Kompensationen, und Teilmärkte mit selbständiger Kursstellung, z.B. Parallelmärkte. Während im ersten Falle die positiven Effekte auf die Verfahrenseffizienz im allgemeinen überwiegen, sind vor allem nationale Parallelmärkte kritisch zu beurteilen, besonders wenn der Wettbewerb zwischen ihnen blockiert ist.

6. Eine Börsenpolitik der Europäischen Gemeinschaften sollte nicht direkt auf die Struktur der nationalen Zirkulationsmärkte einzuwirken versuchen, sondern bestimmte Rahmenbedingungen für den Wettbewerb von Marktorganisatoren schaffen, um so indirekt eine den nationalen Gegebenheiten angemessene Segmentierung zu erreichen. Diese Bedingungen würden auch den innergemeinschaftlichen Wettbewerb entzerren, der bei einer Weiterentwicklung auf ein einheitliches Wirtschafts- und Währungsgebiet hin intensiver werden wird.

VORWORT

Ende 1974 wurde mir angetragen, für die Dienststellen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften binnen Jahresfrist eine Studie darüber zu schreiben, wie die Effektenmärkte in den Mitgliedsländern gegliedert sind und ob für die Zirkulationsmärkte dort im Interesse des einwandfreien Funktionierens des Gemeinsamen Marktes eine ähnliche Organisationsform notwendig ist. Wenn ich diesen Auftrag angenommen habe, so aus drei Gründen: Erstens konnte ich mich davon überzeugen, daß eine solche Studie die zuständige Abteilung bei der Formulierung einer Börsenpolitik für die Kommission unterstützen könnte, zweitens liegt ihr Gegenstand im Zentrum meines Forschungsinteresses und drittens sollte ein Wissenschaftler zu Fragen von öffentlichem Belang Stellung beziehen, wenn er darum gebeten wird.

Der Bericht über meine Untersuchung wurde zunächst in zwei Teilen vorgelegt. Der ursprüngliche Auftrag betraf nur die Zirkulationsmärkte in den Mitgliedsländern der Gemeinschaften. Hierüber wurde im Dezember 1975 Bericht erstattet. Eine zweite Vereinbarung schloß auch Japan und die Vereinigten Staaten in die Untersuchung ein. Im November 1976 stellte ich den zweiten Bericht fertig. Die nun vorliegende Arbeit ist eine Konsolidierung beider Berichte, bei der sich in Einzelfällen auch neue Informationen berücksichtigen ließen.

Ohne die Unterstützung, die ich von vielen Seiten für meine Arbeit erhalten habe, hätte ich die Untersuchung sicherlich nicht abschließen und den Bericht niederschreiben können. Viele Börsen, Banken, Brokerfirmen und Aufsichtsbehörden haben mir Auskünfte erteilt und mir ihre Veröffentlichungen überlassen. Zahlreiche Experten haben sich oft zu mehrstündigen Befragungen zur Verfügung gestellt (vgl. S. 403). Ihnen gilt mein besonderer Dank.

Herr Hauptverwaltungsrat Pierre Welter von der Abteilung XV/A/3 der Europäischen Kommission hat mir nach der Lektüre des ersten Teils des Berichts wertvolle Hinweise dazu gegeben, welche Problemkreise aus der Sicht seiner Dienststelle einer besonders genauen Analyse bedürfen. Herrn Hans-Jürgen Lwowski danke ich für die nützlichen Kontakte, die er mir vermitteln konnte. Dank schulde ich auch meinen Mitarbeitern Herrn Dipl.Kfm. Hermann Reuter und Herrn Dipl.Kfm. Eckart Mildenstein, die für mich Experten in Italien und Frankreich befragten, dort Material sammelten und es aufbereiteten. Frau Ursula Lüders und Herrn Dipl.Kfm. Michael Doberenz danke ich für ihre Unterstützung beim Anfertigen des Manuskripts, Fräulein Irene Dettmann und Herrn Joachim Daduna für die Wege und die Sucharbeit, die sie mir abgenommen haben.

Hamburg, den 1. März 1977 H.S.

E I N L E I T U N G

Die meisten Beobachter des Börsengeschehens werden sich selbst schon einmal die eine oder die andere der folgenden Fragen gestellt haben:

- Ist das Nebeneinander von mehreren Börsen sinnvoll?
- Warum kommen an verschiedenen Börsen zur selben Zeit unterschiedliche Kurse für ein und dasselbe Wertpapier zustande?
- Warum handeln nicht alle Börsen nach einem einzigen Verfahren?
- Warum kommen nicht alle Wertpapiere in den Genuß des geordneten und transparenten Börsenhandels?
- Gibt es einen Trend zur Zentralbörse?

Einzelfragen wie diese lassen sich komprimieren zur Hauptfrage nach den Vor- und Nachteilen eines integrierten Zirkulationsmarktes gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt. Es gibt etliche solcher Vorteile und Nachteile. Sie herauszuarbeiten scheint auf den ersten Blick einfach. Man wird sich der Aufgaben von Effektenmärkten erinnern und überprüfen, wie die eine oder die andere Marktstruktur sich auf die Erfüllung der Aufgaben auswirkt. Solche Aufgaben der Effektenmärkte sind im wesentlichen:

- den regelmäßigen oder sogar den sofortigen Kauf und Verkauf von Effekten zu gewährleisten
- Kurse besonderer Qualität zu ermitteln und zu publizieren
- die Liquidität und die Marktgängigkeit der Effekten sowie die Markttiefe zu verbessern
- die Anleger zu schützen und Chancengleichheit für alle Marktbenutzer anzustreben

- die Kosten von Effektenhandelsleistungen so niedrig wie möglich halten zu helfen
- die Spanne zwischen den Kapitalkosten der Emittenten und den Renditen der Anleger zu verringern

Offenbar ergäbe sich auf diesem Wege eine mehr oder minder systematische Enumeration der Vor- und Nachteile. Angestrebt wird jedoch nicht lediglich eine Aufzählung von Argumenten, sondern auch eine Bewertung verschiedener möglicher Marktstrukturen. Um wenigstens im Ansatz zu einer Bewertung vorzustoßen, müssen die eben genannten Kriterien miteinander verbunden und zu einem einzigen Beurteilungsmaßstab zusammengefaßt werden. Teil 1 der Untersuchung ist diesem Ziel gewidmet. Teil 2 beschreibt Details der Zirkulationsmärkte in den Ländern der Europäischen Gemeinschaften, in Japan und in den Vereinigten Staaten, um eine anschauliche Vorstellung existierender und sich entwickelnder Marktstrukturen zu gewinnen. In Teil 3 werden schließlich typische Elemente dieser Marktstrukturen bewertet.

Um zu einem einzigen, mehrdimensionalen Beurteilungsmaßstab zu kommen, wird von dem umfassendsten der genannten Kriterien ausgegangen, der Spanne zwischen den Kapitalkosten der Emittenten und der Rendite der Anleger. Alle anderen Kriterien können auf diese Weise mit erfaßt werden. Das Schwergewicht der Überlegungen fällt damit auf die Kosten der Finanzdienstleistungen der Effektenhandelsfirmen, seien es nun Banken oder spezialisierte Betriebe. Dieser Ansatz ist nicht ungewöhnlich, er stellt auf die Effizienz der Effektenmärkte ab. Er ist nur insofern neu, als mangelnder Anlegerschutz in erwarteten Schäden der Anleger konkret ausgedrückt wird, nicht als Abweichung von abstrakten Gerechtigkeitsidealen.

Dieses Vorgehen hat Implikationen, denen nicht alle Leser zustimmen werden. Am einfachsten ist die Problematik der Einbeziehung des Anlegerschutzes in Effizienzüberlegungen anhand folgender grundsätzlicher These zu erkennen: Lassen sich bestimmte erwartete Schäden für den Anleger in Höhe von einer Million Mark pro Jahr nur durch Maßnahmen verhindern, die mehr als eine Million Mark pro Jahr erfordern, so wird die Effizienz des Effektenmarktes nicht erhöht. Nur wenn Maßnahmen gefunden werden können, die weniger als eine Million kosten, ist es ökonomisch sinnvoll, den Anlegerschutz zu verbessern. Es wird nicht verkannt, daß man meinen könnte, die Anleger merkten in den seltensten Fällen, daß sie und wie sie geschädigt werden; daher führe dieser Ansatz zu einem übertriebenen Anlegerschutz, und man solle sich lediglich darauf beschränken, von Zeit zu Zeit nach eklatanten Mißständen durch scheinbare oder tatsächliche Reformen das Image des Effektenhandels zu restaurieren. Es wird auch nicht verkannt, daß alle untersuchten Effektenmärkte, alle größeren Börsen Teil demokratischer und rechtsstaatlicher Gesellschaftssysteme sind, die sich in besonderer Weise dem Ziel verpflichtet haben, ihre Bürger vor ungerechtfertigten Zugriffen auf ihr Vermögen zu schützen. Man könnte daher auch einen perfekten Anlegerschutz fordern, selbst wenn dessen Kosten weit höher sind als die Reduktion der erwarteten Schäden. Der Leser mag bei der Lektüre der kritischen Passagen seine Position zwischen dem Standpunkt "Fiat iustitia et pereat mundus" und einer Vernachlässigung des Anlegerschutzes frei wählen und die Ergebnisse seinen Präferenzen entsprechend modifizieren. Gleichwohl bleibt es für eine Effizienzanalyse sinnvoll, einen lückenhaften Anlegerschutz in erwarteten Schäden der Anleger zu messen, wo immer das möglich ist, oder etwas präziser, wie es in Teil 1

geschieht, als Kosten der (Selbst-)Sicherung gegen Transaktions- und Verwahrrisiken.·

Ebenso ungewohnt wie das integrierende Konzept bei der Entwicklung eines Bewertungskriteriums für Marktstrukturen wird für manche Leser die differenzierende Sicht bei Finanzdienstleistungen sein. Bei Untersuchungen der Effektenmärkte wird häufig davon ausgegangen, daß Anleger bestimmte Effekten "kaufen und verkaufen". Manchmal wird dadurch der falsche Eindruck erweckt, die Effektenhandelsbetriebe böten wie Einproduktunternehmen nur eine standardisierte, homogene Transaktionsleistung an, über deren Ausgestaltung nachzudenken sich nicht lohne. Tatsächlich gilt aber für den Service, den die Effektenhandelsbetriebe den Anlegern bieten, nichts anderes als für Produkte allgemein. Für die Frage, warum Transaktionsleistungen für ein Wertpapier teils börslich, teils außerbörslich, teils an einem, teils an mehreren Märkten erstellt werden, ist diese Erkenntnis sehr wichtig. Man würde nie zu einem adäquaten Verständnis des Beherbergungsgewerbes oder der Automobilindustrie vordringen, ginge man von der Vorstellung aus, sie böten dem Nachfrager nur ein einziges homogenes Produkt an, etwa eine standardisierte Bettstelle oder die Standardausführung eines motorisierten Vierradfahrzeuges mit einem Minimum an Fahrkomfort und an Sicherheitskomponenten. Anleger sind genauso wenig wie Hotelgäste und Automobilisten mit einer Standardausführung des nachgefragten Produkts zufriedenzustellen. Es kommt Anlegern nicht nur darauf an, überhaupt Effekten kaufen und verkaufen zu können, sie wünschen vielmehr einen Service, in dessen Zentrum zwar vielfach eine homogene Transaktionsleistung steht, die aber von Fall zu Fall in unterschiedlicher Weise durch komplementäre Finanzdienstleistungen ergänzt wird. Deshalb werden in dieser Arbeit Effektenhandelsbetriebe

auch nicht als Einproduktunternehmen gesehen, sondern als aktuelle oder potentielle Produzenten eines ganzen Sortiments elementarer und komplementärer Finanzdienstleistungen. Auf der Basis dieses Sortiments werden anlegergruppenspezifische Leistungsbündel angeboten, die der Kunde manchmal leicht, manchmal aber auch überhaupt nicht aufschnüren kann.

Die Effektenmärkte, gleich welcher Marktstruktur, haben immer Beachtliches geleistet. Ihr Beitrag zur Finanzierung der Wirtschaft ist unübersehbar. Die Kosten, die bei Effektentransaktionen anfallen, halten dem Vergleich mit Transaktionskosten bei allen anderen Vermögensobjekten stand. Häufig liegen sie unter 1% des Transaktionswertes. Eine Verbesserung der Marktstruktur kann diese Kosten folglich nicht um ganze Prozentpunkte, sondern nur um Bruchteile davon reduzieren. Es geht meist nur um - mikroskopisch klein erscheinende - Promille des Transaktionswertes. Auf den betrachteten Effektenmärkten kommen zwar jährlich Käufe und Verkäufe in Höhe von mehrstelligen Milliardenbeträgen vor, auch wenn man sie in Pfund Sterling mißt. Ein oder zwei Promille davon ergeben aber für sich genommen keine ausreichend hohen Beträge, um der Frage nach einer besseren Marktstruktur besonderes Gewicht oder besondere Dringlichkeit zu geben.

In der Tat ist in Ländern mit entwickelten Finanzmärkten von allen Anstrengungen zur Verbesserung der Effizienz der Zirkulationsmärkte nicht mehr zu erwarten als eine geringfügige Senkung der Kapitalkosten und ein bescheidenes Anheben der Renditen von Effekten. Zunächst mag es daher so scheinen, als sei die mögliche Wirkung diese Anstrengung nicht wert. Es ist indessen bekannt, daß selbst kleine relative Veränderungen in den Renditen verschiedener Anlageinstrumente

erhebliche Umschichtungsprozesse einleiten können. Außerdem führt ein Sinken der Kapitalkosten tendenziell zu einer höheren Wachstumsrate des Produktivvermögens. Ihr Effekt mag nach zwei, drei Jahren kaum zu bemerken sein, sehr deutlich aber nach einer Generation, besonders wenn ein Vergleichsland seinen Kapitalmarkt vernachlässigt. Es gibt Länder, die ihren Effektenmärkten mehr Pflege und Aufmerksamkeit widmen, als es sich die Effektenhändler dort wünschen. Jedes Land der Europäischen Gemeinschaften sollte zu vermeiden wissen, in diesem Sinne nur ein Vergleichsland zu sein.

Teil 1

KRITERIEN FÜR DIE BEURTEILUNG VERSCHIEDENER ORGANISATIONSFORMEN VON EFFEKTENMÄRKTEN

A. KRITERIEN ZUR BEURTEILUNG VON EFFEKTENMÄRKTEN

I. MARKTTEILNEHMER ALS AUSGANGSPUNKT

Die Frage nach Vor- und Nachteilen gespaltener Effektenmärkte gegenüber integrierten Märkten unter besonderer Berücksichtigung der Wertpapiermärkte in den Mitgliedsländern der Europäischen Gemeinschaften ist nur dann eindeutig zu beantworten, wenn Kriterien vorhanden sind, an denen eine bestimmte Marktorganisation gemessen werden kann, und wenn diese Kriterien widerspruchsfreie Ergebnisse liefern. Solche Kriterien können nicht ohne weiteres angegeben werden. Sie werden daher im folgenden erarbeitet.

Effektenmärkte existieren nicht um ihrer selbst willen. Vielmehr sollen sie genau wie jeder andere Markt den Verkäufern und Käufern nutzen und denen, die den Markt veranstalten und die beide Parteien zusammenbringen. Diese Gruppen, im hier zu untersuchenden Fall Anleger, Emittenten und Finanzdienstleistungsbetriebe der Effektenmärkte (Effektenhandelsfirmen, Börsen und andere den Effektenhandel rationalisierende Organisationen), stellen aufgrund ihrer besonderen Interessen unterschiedliche Anforderungen an einen Effektenmarkt. Es mag daher unzweckmäßig erscheinen,

die gesuchten Kriterien von diesen Gruppen ausgehend entwickeln zu wollen. Wenn dennoch von diesen widerstreitenden Gruppeninteressen ausgegangen wird, so geschieht das in der Erkenntnis, daß bei jedem anderen Ansatzpunkt die Gefahr besteht, denjenigen hypothetischen oder tatsächlichen Marktstrukturen die besten Noten zu erteilen, die von Anlegern, Effektenhandelsfirmen oder Emittenten gemieden werden und die wenig mehr als Selbstzweck sind. Hieraus ergibt sich bereits, daß auch jede hoheitliche Politik zur Förderung der Effektenmärkte dort ihre Grenze hat, wo ihre Eingriffe über die Sicherung und den Ausgleich schutzwürdiger Interessen von am Handel beteiligten Kreisen hinausgeht.

Wie überzeugend der hier gewählte Ansatz auch immer sein mag, er ist mit einigen Nachteilen verbunden. Erstens erlaubt dieser Ansatz es nicht, sich sofort ausschließlich auf den Zirkulationsmarkt, der Gegenstand dieser Arbeit ist, zu konzentrieren; es muß zunächst auf einigen Seiten der Effektenmarkt in seiner Gesamtheit, also auch der Emissionsmarkt mit in die Überlegungen einbezogen werden. Zweitens nimmt ein solches Vorgehen keine Rücksicht darauf, ob über die Größen, die sich als entscheidend oder besonders wichtig für die Beurteilung der Märkte herausstellen werden, Statistiken vorliegen oder leicht erstellt werden können, so daß es schon deshalb sehr schwer sein wird, im für die Untersuchung vorgesehenen Zeitraum zu Empfehlungen zu kommen, die auch durch quantitative Analysen abgesichert sind. Drittens kann nur von den gemeinsamen und längerfristigen Interessen einer kleinen Zahl übergreifender Teilnehmergruppen ausgegangen werden, wenn die Darstellung überschaubar bleiben soll. Es wird daher im allgemeinen ersten Teil der Arbeit grundsätzlich nicht auf Sonderinteressen

eingegangen, die allenthalben zu beobachten sind und die sich häufig gegen jede Änderung der Marktstruktur richten, wie in einem so traditionsreichen und traditionsbewußten Gewerbe wie dem Effektenhandel nicht anders zu erwarten. Die gestellte Aufgabe gebietet es, diesen dritten Nachteil in Kauf zu nehmen. Auch die beiden anderen Nachteile scheinen unvermeidbar, wenn diese Arbeit auf einer breiten, wohlfundierten Basis aufbauen soll. Es wird daher an den gemeinsamen Interessen der Teilnehmergruppen als Ausgangspunkt festgehalten.

Um von diesem Ansatz her Kriterien zur Beurteilung von Effektenmärkten zu entwickeln, wird zunächst von den Interessen der Anleger und der Emittenten bei der Emission einer Anleihe ausgegangen. Die Überlegungen bauen auf der Grundform des Effektenwertmodells auf, das in der Wertpapieranalyse besonders für Anleihen seit Jahrzehnten angewendet wird und das Eingang in zahlreiche andere Zweige der Wirtschaftswissenschaften gefunden hat. Steuerliche Gesichtspunkte werden außer acht gelassen. Im Laufe der Untersuchungen wird die Beschränkung auf Anleihen aufgegeben. Später werden auch Finanzdienstleistungsbetriebe der Effektenmärkte in die Untersuchung einbezogen. Schließlich wird gezeigt werden, welche Kriterien relevant bleiben, wenn man die Emissionen, also Transaktionen, in denen Effekten zum ersten Mal an Anleger verkauft werden, außer acht läßt und sich auf Geschäfte in bereits umlaufenden Titeln, auf den Zirkulationsmarkt, beschränkt. Die Ausführungen auf den nächsten Seiten werden durch Anhang 1 am Ende der Arbeit ergänzt, um es dem Leser zu erleichtern, zu einem sicheren Verständnis dieses nicht ganz einfachen Komplexes zu gelangen.

II. KRITERIEN AUS DER SICHT VON ANLEGERN UND EMITTENTEN

Wenn ein Emittent eine Anleihe selbst begeben oder begeben lassen will, kommen als Käufer der Anleihe drei Gruppen von Anlegern in Frage:

1. Anleger, die sich absolut sicher sind, daß sie die Anleihe bis zur Fälligkeit halten werden. Solche Anleger werden die versprochenen Zins- und Tilgungszahlungen vermindert um die Kosten der Verwahrung mit dem Zinssatz diskontieren, den sie bei einer Anlage in Anleihen dieser Art und Güte zumindest erzielen wollen, um festzustellen, ob die Anleihe für sie zum vorgesehenen Emissionskurs attraktiv ist. Falls das Papier im Tenderverfahren angeboten wird, kann der Anleger so errechnen, wieviel er für die Anleihe bieten soll.

2. Anleger, die damit zu rechnen haben, daß sie die Anleihe vor ihrer Fälligkeit zu einem Zeitpunkt verkaufen müssen, den externe Zahlungsanforderungen diktieren werden. Um zu einer Entscheidung über den Kauf der Anleihe zu kommen, werden diese Anleger grundsätzlich wie die ersten Anleger vorgehen, jedoch tritt in ihrem Kalkül an die Stelle der Tilgungszahlungen der erwartete Nettoverkaufserlös der Anleihe.

3. Anleger, die im Falle eines Kaufes die Anleihe nur so lange halten werden, bis sich ihrer Meinung nach eine günstige Situation für die Umschichtung ihres Portefeuilles ergibt. Auch im Kalkül dieser dritten Gruppe tritt der Nettoverkaufserlös an die Stelle der Tilgungszahlungen. Im Gegensatz zur zweiten und auch

zur ersten Gruppe sind diese Anleger ständig an Informationen über die Geschäftslage des Emittenten interessiert, da diese Informationen den Zeitpunkt des Verkaufs der Anleihe mitbestimmen. Anleger der dritten Gruppe müssen daher in ihrem Kalkül von den Zinsen nicht nur die Verwahrungskosten, sondern auch die Kosten der fortlaufenden Informationen abziehen, um errechnen zu können, ob oder zu welchem Kurs sie das Angebot des Emittenten annehmen wollen oder nicht.

Wenn die Anleihe placiert wird, werden in der Regel alle drei Gruppen von Anlegern Teile der Emission übernehmen. Die Interessenlagen der Anlegergruppen und ihre relative Stärke bestimmen den Kurs, zu dem die Anleihe abgesetzt werden kann. In die Entscheidung der Anleger gehen folgende sechs Faktoren ein:

- die Art der Anleihe (insbesondere Ausstattung und Laufzeit)
- die Mindestverzinsung, die die Anleger für Anleihen dieser Art fordern
- die Bonität des Emittenten
- der Nettoverkaufserlös, den die Anleger erwarten
- die Kosten der Verwahrung und
- die Kosten der fortlaufenden Information

Die Interessenlage des Emittenten ist leichter zu erfassen als die der Anleger: Er wünscht möglichst niedrige Kapitalkosten. Die Kapitalkosten des Emittenten, genauer, die Kosten des über die Anleiheemission hereingeholten Kapitals, sind zunächst durch den Emissionskurs der Anleihe und durch ihre Ausstattung mit Zins- und Tilgungszahlungen bestimmt. Vom Emissionskurs sind allerdings die Emissionskosten (einschl. Publizitätskosten bei der Emission) abzuziehen, zu den

Zinsen sind die Kosten des Wertpapierdienstes (einschl. periodischer Publizitätskosten) zu addieren. Man kann daher sagen, die Kapitalkosten sind bestimmt durch die sechs Determinanten des Emissionskurses, durch die Emissionskosten und durch die Kosten des Wertpapierdienstes.

Die Kapitalkosten sind demnach teilweise durch die Struktur der Effektenmärkte bestimmt. Zum einen haben die Verfahren und der Wettbewerb auf den Emissionsmärkten einen starken Einfluß auf die Emissionskosten, die der Emittent tragen muß. Zum anderen beeinflußt die Organisation der Zirkulationsmärkte auf der Seite des Anlegers den Nettoverkaufserlös, die Verwahrkosten, die Kosten fortlaufender Information und auf der Emittentenseite die Kosten des Wertpapierdienstes.

Der Einfluß der Effektenmärkte auf die Kapitalkosten kann noch deutlicher herausgearbeitet werden, wenn zunächst einmal angenommen wird, daß die Anleihe zum Kurs von 100 emittiert und auch zu 100 zurückgezahlt wird. Außerdem soll der Marktzins für Anleihen dieser Qualität und Restlaufzeit immer gleich dem Nominalzins der Anleihe sein. Unter diesen Bedingungen ist der Marktpreis zu jedem Zeitpunkt 100. Da der Nettoverkaufserlös definiert ist als Marktpreis minus Transaktionskosten, kann er bei konstantem Marktpreis leicht in die Bestandteile Transaktionskosten auf dem Zirkulationsmarkt und Verkaufserlös zerlegt werden. Im Gegensatz zum Nettoverkaufserlös werden die Transaktionskosten voll vom Organisationsgrad des Effektenmarktes im weiteren Sinne bestimmt, genau wie die Emissionskosten, die Verwahrkosten, die Kosten fortlaufender Information und die Kosten des Wertpapierdienstes.

Wären diese fünf von der Marktorganisation bestimmten Kostenarten gleich Null, so müßten auf der Anlegerseite nur die Zinsen und die Tilgung oder ein Nettoverkaufserlös gleicher Höhe und auf der Emittentenseite ebenfalls lediglich die Zins- und Tilgungszahlungen berücksichtigt werden. Die Kapitalkosten der Anleihe wären dann stets gleich dem Effektivzins, den die verschiedenen Anleger mit der Anleihe erzielen. Anders ausgedrückt, die marktorganisationsbedingten Reibungsverluste wären verschwunden. Diese Situation entspräche voll der Interessenlage der Emittenten: Verlangen die Anleger für eine Emission eine bestimmte Mindestverzinsung, dann wären die Kapitalkosten nur so hoch wie diese Verzinsung und nicht höher. Investitionsprogramme eines potentiellen Emittenten mit einer bestimmten Kapazität für Zins- und Tilgungszahlungen haben damit die bestmögliche Chance, durchgeführt zu werden. Auch den Anlegerinteressen kommt diese Situation sehr entgegen: In keinem anderen Fall wird es den Anlegern leichter sein, ihre Zinsforderungen gegenüber den Emittenten durchzusetzen. Als Kriterium für die Beurteilung von Effektenmärkten aus der Sicht von Anlegern und Emittenten bietet sich somit die Summe dieser fünf marktorganisationsbestimmten Kosten an.

Dieses Ergebnis wurde unter zwei vereinfachenden Annahmen abgeleitet, die jetzt fallen gelassen werden können. Es wird zunächst darauf verzichtet, weiterhin anzunehmen, der Nominalzins sei stets auch der Marktzins der betrachteten Anleihe. Die Nettoverkaufserlöse sind dann nicht mehr allein durch die Transaktionskosten, sondern realistischerweise auch durch Änderungen der Ertragskraft des Emittenten und durch Marktzinsänderungen bestimmt. In einer Welt mit kostenloser Produktion von Emissions-, Transaktions-,

Verwahr-, Informations- und Wertpapierdienst-Leistungen wäre dann die durchschnittliche Rendite all der Anleger, die zusammen einen bestimmten Anteil der Anleihenemission von der Placierung bis zur Rückzahlung gehalten haben, gleich den Kapitalkosten des Emittenten. Abweichungen der Renditen einzelner Anleger von den Kapitalkosten spiegelten die Einschätzung der Ertragskraft und Marktzinsschwankungen wider, also Faktoren, die nicht der Struktur der Effektenmärkte zuzurechnen sind, sondern der allgemeinen Wirtschaftslage, dem Bereich des Emittenten und dem Urteilsvermögen der Anleger bei vorgegebener Publizität. Läßt man auch die Annahme fallen, daß nur Anleihen gehandelt werden, und bezieht Aktien, Genußscheine, Warrants, kurz, Effekten aller Art, in die Analyse ein, gelten die beiden vorstehenden Sätze weiter mit der einzigen Modifikation, daß in der Regel an die Stelle einer klar fixierten Laufzeit ein beliebiger Zeitraum tritt. Man kann also auch unter realistischen Verhältnissen den Interessen von Anlegern und Emittenten entgegenkommen durch eine Reduktion aller fünf marktorganisationsbestimmten Kosten - möglichst bis auf Null. Die Summe dieser fünf Kosten eignet sich demnach selbst hier als Kriterium für die Beurteilung der Effektenmärkte. An ihr kann die Verfahrenseffizienz des Effektenmarktes gemessen werden: Je geringer die Summe der fünf Kosten, desto effizienter sind die am Markt verwendeten Verfahren.

Dieses Kriterium gilt für die Emittenten und Anleger in ihrer Gesamtheit, nicht für einzelne. Ein einzelner Emittent mag beispielsweise Sondervorteile für sich erlangen, indem er seine Ertragslage in übertreibender Berichterstattung rosiger malt als sie ist. Das gleiche gilt für Anleger, die Gerüchte verbreiten. Alle Emittenten vergleichbarer Titel haben davon später den Schaden höherer Kapitalkosten, da die Anleger mit um so niedrigeren und unsichereren Ausschüttungen und Nettoverkaufserlösen rechnen, als je weniger zuverlässig sich die Berichterstattung erweist.

Obwohl diese Studie den Aufbau der Zirkulationsmärkte zum Gegenstand hat, bezogen die Überlegungen bisher auch Emissions-Transaktionen ein. Der gewählte Ansatz läßt sich aber auch ausschließlich für Zirkulationsmärkte anwenden. An die Stelle des Emittenten tritt der Verkäufer des umlaufenden Titels, an die Stelle des Emissionskurses der Tageskurs, und anstatt der Emissionskosten sind die Transaktionskosten des Verkäufers und des Käufers zu berücksichtigen. Der Verkäufer hat Interesse an einem möglichst hohen Nettoverkaufserlös. Der Käufer wird ihm allerdings nur einen Kurs gewähren, bei dem er die Chance hat, seine Mindestrendite zu erzielen - unter Berücksichtigung der erwarteten Ausschüttungen, der Transaktionskosten beim Kauf und bei einem eventuellen Verkauf in der Zukunft, seiner Kosten der fortlaufenden Information und seiner Verwahrkosten. Dieser Kurs verringert sich für den Verkäufer noch um seine Transaktionskosten. Da die Mindestrendite des Käufers und die Ausschüttungserwartungen vorgegeben sind, wird der Verkäufer um so zufriedener sein, je niedriger die gegenwärtigen und die erwarteten Transaktionskosten, die Verwahrkosten und die Kosten fortlaufender Information sind. Sein Ideal ist ein Zirkulationsmarkt, auf dem die Summe dieser drei Kosten und der Kosten des Wertpapierdienstes null sind und bleiben werden.

Für den Käufer scheint eine solche Verfahrenseffizienz zunächst unerheblich zu sein, da er seine Renditeforderung nicht nur der Art und Güte des angebotenen Titels, sondern auch der Höhe und dem Unsicherheitsgrad der verfahrensbestimmten Kosten anpassen kann. Wie oben ausgeführt, hängt es jedoch von diesen Kosten ab, ob und in welchem Umfang eine Emission Erfolg haben wird. Je niedriger diese Kosten, mit desto mehr Auswahl kann der Käufer auch auf dem Zirkulationsmarkt rechnen. Außerdem ist jeder Käufer ein poten-

tieller Verkäufer. Auch aus der Sicht der Anleger, die an Transaktionen auf dem Zirkulationsmarkt teilnehmen, ist die Verfahrenseffizienz daher als Kriterium für die Beurteilung der Marktqualität geeignet. Gegenüber dem allgemeinen Fall wird die Verfahrenseffizienz des Zirkulationsmarktes nicht an der Summe von fünf, sondern nur von vier Kostenkategorien gemessen, da die Emissionskosten nicht mehr berücksichtigt zu werden brauchen.

III. KRITERIEN DER MARKTQUALITÄT AUS DER SICHT DER PRODUZENTEN RELEVANTER FINANZDIENSTLEISTUNGEN

Bisher war wiederholt angenommen worden, die marktorganisationsbestimmten Kosten ließen sich auf null reduzieren, ohne daß auf die jeweiligen Leistungen verzichtet wurde. Das ist selbstverständlich unrealistisch. Auf den Effektenmärkten ist es genauso wenig möglich wie anderswo, Leistungen ohne Kosten zu produzieren. Anleger und Emittenten werden daher schon solche Effektenmärkte als effizient ansehen, auf denen die einschlägigen Finanzdienstleistungen mit den jeweils rationellsten Verfahren erstellt werden und auf denen der Wettbewerb stark genug ist, daß Vorteile effizienter Produktion sich in den Preisen widerspiegeln.

Es ist allgemein bekannt, daß in vielen Ländern besonders die Effektenhandelsbetriebe den Preiswettbewerb ablehnen. Die Provisionskartelle im Effektenhandel gehören zu den ältesten und erfolgreichsten Preisvereinbarungen der Wirtschaftsgeschichte. Wie die jahrelange, überaus intensive Diskussion um die Auflösung der Provisionskartelle der Mit-

glieder der Hauptbörsen der Vereinigten Staaten gezeigt hat, gibt es keine triftigen Gründe, die für den Fortbestand solcher Kartelle sprechen. Akzeptierte man das Wettbewerbsprinzip auch für die Produzenten von Finanzdienstleistungen auf den Effektenmärkten, dann liefen deren Interessen in dieselbe Richtung wie die der Anleger und Emittenten. Sie werden sich wie Anbieter auf anderen Märkten bemühen, mit Leistungen herauszukommen, die von Qualität und Preis her für bestimmte Anleger und Emittenten attraktiv sind, und dazu möglichst kostengünstige Produktionsverfahren verwenden. Die Kriterien der Marktqualität werden dann für sie die Freiheit in der Produkt- und Sortimentsgestaltung, Freiheit in der Preisstellung und Freiheit in der Wahl des Produktionsverfahrens sein.

Unter diesen drei Freiheiten wird beispielsweise ein Effektenhandelsbetrieb den Auftrag eines Kunden so kostengünstig wie möglich ausführen können: Er kann dem Kunden ausschließlich die Transaktionsleistung anbieten, es steht ihm frei, den Abschluß auf die Weise herbeizuführen, die am billigsten für ihn ist, und er kann in jedem Fall eine marktgerechte Provision verlangen. Börsenmitglieder dürfen dem Anleger aber nicht immer in dieser Weise entgegenkommen. Nicht selten müssen sie einen Auftrag über die Börse leiten, auch wenn Preis und Gegenpartei feststehen, und eine höhere als die wettbewerbsgerechte Provision verlangen, weshalb sie dem Kunden neben dem gewünschten Transaktionsservice noch Beratung, Verwahrung etc. "kostenlos" anbieten, obwohl er sich vielleicht besser stünde, wenn er diese Leistungen mit dem einsparbaren Teil der Provision bei spezialisierten Anbietern kaufen könnte.

Es wäre indes ein Fehler anzunehmen, daß der Wettbewerbsmechanismus die Interessen von Anlegern und Finanzdienstleistungsbetrieben ohne weiteres vollkommen gleichrichtet und damit automatisch einen Höchstgrad an Verfahrenseffizienz bewirkt. Dieses Ergebnis ist bei bestimmten Finanzdienstleistungen zwar durchaus zu erwarten. Es sind vier Kategorien von Finanzdienstleistungen auf den Effektenmärkten zu unterscheiden.

Die erste Gruppe der Finanzdienstleistungen ist dadurch gekennzeichnet, daß selbst eine einzelne Firma sie mit Aussicht darauf erstellen und verkaufen kann, im Wettbewerb zu bestehen. Hierher gehören Beratungsdienste, die Veröffentlichung und die Weitergabe von Informationen der Emittenten an Anleger, die Annahme und Weitergabe von Aufträgen, das Führen von Kundenkonten. Hier kann der Wettbewerb einzelner Firmen funktionieren. Es gibt genügend Firmen, die solche Leistungen seit langem erfolgreich anbieten - und natürlich auch Beispiele für Mißerfolge.

Von den Finanzdienstleistungen ersten Typs sind diejenigen scharf abzugrenzen, die zwar auch gegen Entgelt verkauft werden, die sich aber bei Kooperation einer möglichst großen Anzahl von Firmen so kostengünstig erstellen lassen, daß ein einzelner Anbieter keine Chance hat, sich bei unabhängiger Produktion im Wettbewerb behaupten zu können, wenn eine gemeinschaftliche oder zentralisierte Produktion besteht. Hier zu nennen sind die Information über bestehende Geld- und Briefkurse, die Belieferung von Effektengeschäften und grundsätzlich auch das Auffinden der Gegenpartei für ein Geschäft. Einzelne Firmen können hier zwar im Preiswettbewerb stehen, aber sie haben individuell keinen Einfluß darauf, daß jeweils das wirtschaftlichste

Verfahren zur Leistungserstellung angewandt wird. Mitglieder einer Börse finden die Gegenparteien für ihre Auftraggeber mit Hilfe des jeweils üblichen Handelsverfahrens und benutzen das Effektenclearing ihrer Börse, gleichgültig, ob diese Verfahren noch besonders wirtschaftlich oder bereits sehr verbesserungsfähig sind. Dem Rationalisierungseffekt des Clearing und der Zeitersparnis beim Suchen einer Gegenpartei durch Konzentration der Information über potentielle Kontrahenten kann der einzelne nichts entgegenstellen. Es ist zu untersuchen, ob der Wettbewerb von Händler- oder Anlegerkooperativen, die unterschiedliche Effektenhandelssysteme anbieten, hier dem rationellsten Verfahren zum Durchbruch verhelfen kann, wo der Wettbewerb einzelner Firmen die Verfahrenseffizienz nicht zu sichern vermag, oder ob ein derartiger Wettbewerb wegen seines Fragmentationseffektes als Rückschritt zu werten ist, so daß Fortschritte in der Verfahrenseffizienz auf andere Weise gewährleistet werden müssen.

Die Finanzdienstleistungen dritten Typs werden von einzelnen Betrieben erstellt, weil sie dazu aufgrund von Vereinbarungen oder hoheitlicher Bestimmungen oder Anordnungen verpflichtet sind, ohne daß dafür ein Entgelt verlangt wird. Hier sind hauptsächlich das Erstellen periodischer Berichte und andere Leistungen im Rahmen des Wertpapierdienstes der Emittenten zu erwähnen. Andere Beispiele sind die Sicherung der Effektenhandelsbetriebe gegen Insolvenz durch hoheitliche Eigenkapitalanforderungen, die über das hinausgehen, was ein Kaufmann als angemessen ansehen würde, oder die Sicherung von Anlegern durch Vorschriften, die verlangen, bestimmten Kunden nur Effektenpositionen mit einem vorgegebenen maximalen Risikogehalt anzubieten. Das Eigeninteresse der Verpflichteten wird die Kosten dieser Leistungen so niedrig halten, wie es im Rahmen der Bestimmungen möglich ist.

Die vierte und letzte Kategorie der Finanzdienstleistungen kann weder gegen Entgelt verkauft noch von einzelnen Firmen erstellt werden. Hierher gehören eine Reihe von Anlegerschutzleistungen, die nicht als Qualitätskomponenten in die zweite Kategorie fallen. Obwohl z.B. die Handelsverfahren der verschiedenen nationalen Effektenmärkte den Anleger mehr oder weniger intensiv u.a. gegen Kursmanipulationen schützen, verbleibt in der Regel noch Raum für zusätzliche Schutzleistungen. Es stellt sich die Frage, wie einem möglichen Interesse der Anleger an diesen Leistungen entsprochen werden kann und ob es die Verfahrenseffizienz des Zirkulationsmarktes erhöht, wenn solche Leistungen angeboten werden. Diese Frage läßt sich wie bei den Finanzdienstleistungen des dritten Typs nur von Fall zu Fall beantworten.

IV. ELEMENTE DER VERFAHRENSEFFIZIENZ

Der letzte Abschnitt hat ergeben, daß auch die Anbieter von Finanzdienstleistungen auf Effektenmärkten an Verfahrenseffizienz interessiert sein würden, wenn sie sich unter Wettbewerbsbedingungen behaupten müßten, so daß an Verfahrenseffizienz als Hauptkriterium für die Qualität von Effektenmärkten festgehalten werden kann. Da im Verlauf dieser Arbeit versucht werden soll, verschiedene Organisationsformen zu bewerten, müssen die Elemente der Verfahrenseffizienz und ihre Beziehungen untereinander herausgestellt werden. Der Schwerpunkt dieser Analyse wird hier eindeutig auf den Bereich der Ausführung von Effektenaufträgen gelegt, wie es der Gegenstand der Arbeit, die Aufspaltung oder Segmentierung der Zirkulationsmärkte verlangt,

die sich hauptsächlich in diesem Bereich zeigt. Um wenigstens einen vollständigen Überblick über alle wesentlichen Elemente der Verfahrenseffizienz und über ihren Zusammenhang geben zu können, werden jedoch auch Fragen der Information über Effekten und ihre Lieferung und Verwertung gestreift.

Die Verfahrenseffizienz von Zirkulationsmärkten wird an der Summe von vier marktorganisationsbestimmten Kosten gemessen, den Kosten des Wertpapierservice, den Kosten fortlaufender Information, den Transaktionskosten und den Verwahrkosten. Am wichtigsten sind die Transaktionskosten, zumal bisher unter dieser Bezeichnung eine Reihe von Bestandteilen zusammengefaßt wurde, um die Darstellung zu vereinfachen. Sie wurden bei einem Verkauf von Effekten als Differenz zwischen dem Marktpreis und dem erwarteten Nettoverkaufserlös definiert, beim Kauf als Differenz zwischen dem erwarteten Bruttoeinstandspreis und dem Marktpreis. Diese Differenzen haben vier Komponenten:

1. Die transaktionsbedingten Informations- und Entscheidungskosten des Anlegers
2. Die Kosten der Auftragsannahme, des Suchens des günstigsten Kontrahenten für den Kunden, die Kosten des Abschlusses und der Erfüllung und Abrechnung des Geschäfts. Diese Komponente wird in der Regel durch eine Provision abgegolten.
3. Die Kosten sofortigen Abschlusses. Diese Kosten werden im allgemeinen beim Kauf durch Zuschläge zum Marktpreis und beim Verkauf durch Abschläge vom Marktpreis abgedeckt.
4. Die Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken.

Die beiden letzten Komponenten bedürfen einer detaillierten Erläuterung. Die Kosten sofortigen Abschlusses fallen nicht an, wenn am Markt Aufträge aufeinander treffen, die sich ausgleichen. Sie fallen auch sonst nicht an, wenn der Auftraggeber bereit ist, auf eine passende Gegenorder zu warten. Warten bedingt aber auf jeden Fall zusätzliche Kosten der zweiten und evtl. auch der ersten Kategorie. Durch einen Sofortigkeitsabschlag (Sofortigkeitszuschlag) kann der Verkäufer (Käufer) diese Kosten vermeiden. Außerdem bekommt er für den Abschlag (Zuschlag) Kurssicherung, er wird von dem Risiko der Kursänderung während des Zuwartens befreit. In diesem Zusammenhang wird auch von Markttiefe oder Großmengenzu- und -abschlägen gesprochen, den zusätzlichen Kosten sofortigen Abschlusses bei Großaufträgen. Da bei Großaufträgen regelmäßig Gegenorders fehlen, sind die Abschläge oder Zuschläge hier naturgemäß auffällig hoch. Schließlich würde nur längeres Abwarten die Ausführung des Großauftrages ermöglichen, mit dem auch das Kursänderungsrisiko wächst. Dennoch sind die Kosten des sofortigen Abschlusses nicht nur mit großen Transaktionen verbunden. Sie sind das Entgelt für einen besonderen Transaktionsservice, den auch Kleinanleger nachfragen. Wer diese Finanzdienstleistung regelmäßig Käufern und Verkäufern eines oder mehrerer Titel anbietet, wird gewöhnlich als market maker bezeichnet (vgl. Anhang 3).

In den Transaktionsrisiken findet unvollkommener Anlegerschutz seinen Niederschlag. Bevor auf die Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken eingegangen wird, sollen zunächst die beiden Gruppen von Transaktionsrisiken kurz umrissen werden, die Nachweisrisiken und die Realisationsrisiken. Anleger können sich nur bedingt darauf verlassen,

daß die Informationen korrekt sind, die Licht auf die Ertragslage eines Emittenten werfen, gleichgültig, ob diese Informationen von den Emittenten selbst, von Beratern oder von anderer Seite verbreitet werden und ob sie in der Form von Berichten, Analysen, Empfehlungen oder Kursentwicklungen potentielle Käufer und Verkäufer erreichen. Es besteht stets die Gefahr, daß sie aus einer Reihe von Gründen schlecht oder falsch informiert werden (Schlecht- oder Falschinformationsrisiken, kurz: Nachweisrisiken). Die Anleger müssen damit rechnen, daß sie aufgrund solcher unzulänglicher oder unwahrer Informationen bereit sein werden, Effekten zu höheren Kursen zu kaufen oder zu niedrigeren Kursen zu verkaufen als bei korrekter Information, wobei besonders besser Informierte auf der Gegenseite der Transaktionen zu finden sein werden. Das Ausmaß solcher Kursdifferenzen bestimmt den möglichen Schaden des Anlegers.

Außerdem kann ein Anleger bei der Verwirklichung seiner Kauf- oder Verkaufsentscheidung nicht immer sicher sein, den Kurs zu erzielen, den er auf einem Markt erhielte, auf dem man seine Transaktion absolut korrekt und fair abwickeln würde. Er muß vielmehr mit Realisationsrisiken rechnen. Am bekanntesten und wohl auch am verbreitetsten ist das Risiko des Mitlaufens. Hat ein Kunde einen Kaufauftrag erteilt, der so groß ist, daß seine Ausführung den Kurs höchstwahrscheinlich ansteigen lassen wird, so kann der beauftragte Händler und andere, die von dem Auftrag Kenntnis erhalten, an der zu erwartenden Kurssteigerung partizipieren, indem sie noch vor Erledigung der Kundenorder auf eigene Rechnung vorkaufen. Der Kunde hat dann z.B.

o Aktie einen Vermögensschaden in Höhe der Differenz
ischen dem höheren Kurs, zu dem er die Abrechnung erhält,

und dem niedrigeren Kurs, zu dem er die Papiere ohne Mitlaufen bekommen hätte. Liegt ein Verkaufsauftrag vor, so können sich informierte Effektenhändler durch eigene gedeckte oder ungedeckte Verkäufe zu Lasten des Kunden bereichern.

Ein zweites Realisationsrisiko ist das Risiko der Gegendisposition (reaching across the market, fishing around). Wird z.B. das Limit der Kauforder oder das Kaufgebot eines Anlegers einem verkaufsbereiten Marktteilnehmer bekannt, so wird er versuchen, zu diesem Limit abzuschließen, auch wenn er ohne dieses Wissen zu einem niedrigeren Kurs verkauft hätte. Auch hier kann eine Kursdifferenz zu Ungunsten des Anlegers auftreten, deren Erwartungswert einen Anhaltspunkt für die Kosten der Sicherung gegen dieses spezielle Realisationsrisiko gibt.

Analog sind andere Realisationsrisiken zu sehen, die ebenfalls zu Kursdifferenzen zwischen dem Kurs bei einwandfreier Handhabung der Transaktion und dem tatsächlich abgerechneten Kurs führen. Hier zu nennen sind Kursschnitte jeder Art, willkürliche und zufällige Nichtbedienung eines Auftrags, Abschluß zu manipulierten oder Zufallskursen, Abschluß in Situationen, in denen der Handel hätte ausgesetzt werden müssen, ferner die nachlässige Ausführung eines Auftrags am Markt und schließlich Verzögerungen in der Belieferung von Geschäften, wenn sie einen rechtzeitigen Wiederverkauf verhindern.

Bei anderen Realisationsrisiken lassen sich die möglichen Kosten für den Anleger nicht über befürchtete Kursdifferenzen erfassen, so etwa bei verspäteter Gutschrift des Nettoverkaufserlöses, bei Lieferung anderer als unbeschränkt verwendungsfähiger Stücke oder bei Insolvenz der beauftragten Effektenhandelsfirma, aber wie in allen anderen Fällen kann ein Anleger seinen denkbaren Schaden abschätzen, mit einer bestimmten geringen Wahrscheinlichkeit gewichten und so zu Erwartungswerten und damit zu den ungefähren Sicherungskosten kommen.

In gewissem Umfang kann und wird sich ein Anleger selbst schützen, z.B. indem er verschiedene Informationsdienste abonniert, größere Aufträge auf verschiedene, sorgfältig ausgewählte Effektenhandelsbetriebe aufteilt, realistische und gestaffelte Limits setzt und die Erfüllung des Geschäfts von dritter Seite Zug um Zug vornehmen läßt, obwohl damit zusätzliche Kosten verbunden sind. So haben sogar viele Privatanleger während der finanziellen Krise der New Yorker Brokerfirmen von 1970 ihre Depots von ihren brokers zu Banken transferiert und den Banken dafür die üblichen Gebühren für custodial accounts gezahlt (z.B. 1 Promille vom Marktwert, Minimum $ 50), obwohl die brokers für die Verwahrung keinerlei Gebühren berechneten.

Die Bereitschaft von Anlegern zu solchen zusätzlichen Kosten macht deutlich, daß sie die Existenz von Transaktionsrisiken erkennen und sich bemühen, die nach Höhe und Eintritt unsicheren Kosten von Transaktionen in einem nicht einwandfreien Effektenhandel, wie man die ungewissen Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken auch nennen könnte, in sichere Transaktionskosten zu überführen, wo immer das möglich ist. Wäre das Problem der Schadensfeststellung und des Nachweises des Eintritts von Trans-

aktionsrisiken zu lösen, dann könnte eine Versicherung gegen Transaktionsrisiken diese Aufgabe übernehmen. Da es aber eine solche umfassende Versicherung nicht gibt, muß man davon ausgehen, daß die Anleger dort, wo sie sich nicht absichern können, eine Art Selbstversicherungsprämie für jeden geplanten Aufbau und Abbau einer Effektenposition als kalkulatorische Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken ansetzen werden, und zwar neben den anderen Komponenten der Transaktionskosten.

Die Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken können sich demnach aus tatsächlich angefallenen und aus kalkulatorischen Kosten zusammensetzen. Die kalkulatorischen Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken sollten den erwarteten Schäden aufgrund derjenigen Transaktionsrisiken entsprechen, die für die geplanten Transaktionen relevant sind und gegen die der Anleger nicht auf andere Weise gesichert ist. Nur ein Anleger, der regelmäßig auch diese Komponente der Transaktionskosten berücksichtigt, wird auf Dauer seine Anlageziele erreichen können. Da die Mehrzahl der Anleger risikoscheu ist, muß allerdings befürchtet werden, daß sie höhere Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken ansetzten werden als die Erwartungswerte. Höhere kalkulatorische Kosten sind auch deshalb angezeigt, weil der Anleger sich auf überdurchschnittliche Schäden vorbereiten und sich wegen allfälliger Diagnosefehler sichern muß und weil er oft nicht an einer großen Zahl von Transaktionen beteiligt ist.

Damit ist hinreichend präzisiert, wie die verschiedenen Kosten, deren Summe im Interesse der Verfahrenseffizienz von Zirkulationsmärkten so niedrig wie möglich sein sollte,

zusammengesetzt sind. Man mag nun glauben, die Verfahrenseffizienz ließe sich ohne weiteres dadurch erhöhen, daß man die einzelnen Kosten senkt. Es kommt aber nicht auf die einzelnen Kosten, sondern auf deren Summe an. Da zwischen den einzelnen Kosten und Kostenkomponenten teilweise gegenläufige Beziehungen bestehen, muß stets die Summe voneinander abhängiger Kosten als Zielgröße betrachtet werden.

Die Summe aller marktorganisationsbestimmten Kosten kann in drei Teilsummen aufgeteilt werden, die voneinander weitgehend unabhängig sind und die daher als Zielgrößen für die Erhöhung der Verfahrenseffizienz in Frage kommen. Diese Teilsummen beziehen sich auf den Informations- und Entscheidungsbereich, auf den Ausführungsbereich sowie auf den Erfüllungs- und Verwahrungsbereich. Die erste dieser drei Summen umfaßt die Kosten des Anlegers für seine fortlaufende Information und seine transaktionsbedingten Informations- und Entscheidungskosten, die Kosten der Sicherung gegen Nachweisrisiken und die Kosten periodischer Publizität des Emittenten, also auch einen Teil der Kosten des Wertpapierservice. Jeder Schritt auf eine aussagekräftige und ereignisnahe Publizität hin wird die eben genannten Kosten der Anleger senken, aber diese Publizität und ihre Überprüfung durch Börsenorgane und durch andere Stellen verursachen um so höhere Kosten, je besser sie ist. Je kleiner nun die Zahl der interessierten Anleger, desto eher wird ein Punkt erreicht werden, an dem weitere Verbesserungen der Publizität zusätzliche Kosten verursachen, die größer sind als die Verringerung der Kosten der Anleger durch diese Maßnahme, anders ausgedrückt, die Summe der Kosten des Informations- und Entscheidungsbereichs würde durch eine solche Maßnahme nicht mehr gesenkt

sondern erhöht; die Verfahrenseffizienz wird verringert. Dieser Punkt läßt sich nicht ohne weiteres bestimmen. Da er aber existiert, scheint es sinnvoll, die Publizitätsanforderungen an einen Emittenten daran auszurichten, welche Anlegergruppen, z.B. Anleihegläubiger, Aktionäre, betroffen sind und wieviele solcher Anleger es jeweils gibt. Eine Regelung wie die des amerikanischen Securities Exchange Act kann als sachgerecht angesehen werden, nach der die vollen bundesrechtlichen periodischen Publizitätsvorschriften in der Regel nur solche Gesellschaften treffen, die ein Vermögen von mehr als einer Million Dollar und wenigstens 500 Stamm- oder Vorzugsaktionäre haben. Sie ist auf jeden Fall sachgerechter als jene Lösungen, die die gleichen Anforderungen an alle Emittenten eines bestimmten Wirtschaftszweigs stellen oder die es dem Belieben des Emittenten überlassen, ob er einen zusätzlichen Beitrag zur Verringerung aller Kosten des Informations- und Entscheidungsbereichs leistet.

Dem Informations- und Entscheidungsbereich ist der Bereich nachgelagert, der von der Auftragserteilung bis zum Erstellen der Abrechnung reicht und in dessen Zentrum der Abschluß des Effektengeschäfts steht (Ausführungsbereich). Die marktorganisationsbestimmten Kosten, deren Summe in diesem zweiten Bereich minimiert werden muß, um Verfahrenseffizienz zu erreichen, sind die Kosten der Annahme und Weiterleitung des Auftrags, die Kosten der Suche nach dem günstigsten Gegengebot, die Kosten des Abschlusses sowie die Kosten der Abrechnung. Hinzu kommen ferner die Kosten der Sicherung gegen Realisationsrisiken, die im Ausführungsbereich auftreten können, und schließlich die Kosten des sofortigen Abschlusses, die im Einzelfall genau wie einige andere Positionen entfallen können.

Der Gedanke liegt nahe, den Anlegerschutz in diesem Bereich zu perfektionieren, um die Kosten der Sicherung gegen Realisationsrisiken im Ausführungsbereich auf Null zu senken, und gleichzeitig die anderen Kosten verringern zu wollen. Anlegerschutzmaßnahmen verursachen aber nicht nur selbst einmalige und fortlaufende Kosten, die letzten Endes zu Lasten der Anleger gehen, vielmehr pflegen sie Rückwirkungen verschiedener Art auf andere Kosten zu haben. Eigenhandelsbeschränkungen für Börsenhändler, die Kundenaufträge halten, werden meist die Kosten des sofortigen Abschlusses erhöhen. Und wenn Anleger dadurch vor Gegendispositionen oder Kursmanipulationen geschützt werden, daß sich alle oder wenigstens eine größere Zahl von Börsenhändlern zeitweilig auf den Handel in einem bestimmten Wert beschränken, dann wird der einzelne Börsenhändler an einem Tag weniger Aufträge ausführen können als bei einem Verfahren, bei dem der einzelne Händler jederzeit in jedem beliebigen Wert handeln kann, so daß eine derartige Maßnahme die Kosten der Auftragsausführung erhöhte. Neben diese beiden Beispiele ließe sich eine Vielzahl anderer stellen. Das Ergebnis ist aber bereits klar: Vollkommener Anlegerschutz im Ausführungsbereich und Verfahrenseffizienz können in Widerspruch zueinander geraten, wenn die negativen Kosteneffekte von Anlegerschutzmaßnahmen die Reduktion der Kosten der Sicherung gegen Realisationsrisiken überkompensieren. Da es im konkreten Fall schwierig ist, diese positiven und negativen Kosteneffekte zu messen, wird der Grad des Anlegerschutzes, den die Verfahrenseffizienz verlangt, nur in Grenzen ökonomisch anzugeben sein. Innerhalb dieser Grenzen können politische Festlegungen sinnvoll sein. Was gebraucht wird sind Handelsverfahren, die bereits von ihrer Konstruktion

her möglichst viele Realisationsrisiken ausschließen oder in die auf einfache Weise Sicherungen eingebaut werden können, so daß die Kosten der Marktaufsicht niedrig gehalten werden.

Der dritte Bereich, in dem Maßnahmen zur Erhöhung der Verfahrenseffizienz ansetzen können, ist der Erfüllungsbereich. Hier stellt sich das Problem, die Abschlußdaten fehlerfrei zu erfassen und innerhalb einer vorgegebenen Zeitspanne den beteiligten Parteien Effekten oder Zahlungsmittel verfügbar zu machen. Ein Erfüllungssystem, das diese Aufgaben erfüllt, beseitigt zugleich auch die Realisationsrisiken in diesem Bereich mit Ausnahme des Insolvenzrisikos, das unabhängig vom Erfüllungssystem durch Solvenzsicherung und evtl. auch durch Versicherung reduziert werden kann. Eng mit dem Erfüllungsbereich verknüpft ist schließlich der Verwahrungsbereich. Hier sind nicht nur die Verwahr- oder Bestandshaltekosten der Anleger zu berücksichtigen, sondern auch solche Kosten des Wertpapierservice wie Zahlstellenkosten, Kosten der Benachrichtigung von Aktionären zu Hauptversammlungen, Kosten der Auslosungsanzeigen und ferner die Kosten der Sicherung gegen die Insolvenz des Verwahrers. Da eine Änderung der Erfüllungstechnik, z.B. der Übergang vom Namens- zum Inhaberpapier oder von effektiver Lieferung auf stückelose Lieferung, in aller Regel Rückwirkungen auf die Verfahren und Kosten im Verwahrbereich haben, werden die Kosten beider Bereiche zweckmäßigerweise zu der dritten Teilsumme der marktorganisationsbestimmten Kosten zusammengefaßt.

V. DAS KRITERIUM DER VERFAHRENSEFFIZIENZ UND ANDERE KRITERIEN ZUR BEURTEILUNG DER QUALITÄT VON ZIRKULATIONSMÄRKTEN

Bisher wurde von den Interessen der Marktteilnehmer ausgehend die Verfahrenseffizienz als Hauptkriterium für die Qualität von Effektenmärkten erarbeitet. Außerdem wurde dargestellt, welche Kostenelemente, die durch die Organisation des Effektenmarkts beeinflußbar sind, in den drei Teilbereichen des Zirkulationsmarktes verhindern, daß die Kapitalkosten eines Emittenten gleich den aggregierten Renditen der Anleger sind, die dessen Emission im Zeitablauf halten. Aus dieser Diskussion ergab sich zum einen, daß die Summe der in den einzelnen Marktbereichen beeinflußbaren Kosten als Unterkriterien der Verfahrenseffizienz dienen können, und zum anderen, an welchen Punkten angesetzt werden kann, wenn die Qualität des Zirkulationsmarktes verbessert werden soll und welche Probleme sich dabei stellen. Bevor nun die Zirkulationsmärkte in Ländern der Europäischen Gemeinschaften im Lichte dieser Ergebnisse untersucht werden, scheint es angezeigt, die Beziehungen der hier entwickelten Maßstäbe mit anderen Kriterien zur Beurteilung der Qualität eines Effektenmarktes aufzuzeigen, die sich häufiger in der einschlägigen Fachliteratur finden.

In der neueren amerikanischen Literatur wird oft das Kriterium der internen oder operationellen Effizienz verwendet. Dieses Kriterium entspricht grundsätzlich dem der Verfahrenseffizienz, erfaßt jedoch hauptsächlich Teilaspekte der Effizienz des Ausführungsbereichs und schließt z.B. im Gegensatz zur Verfahrenseffizienz wegen der engeren Definition der Transaktionskosten nicht den Fragenkreis des Anle-

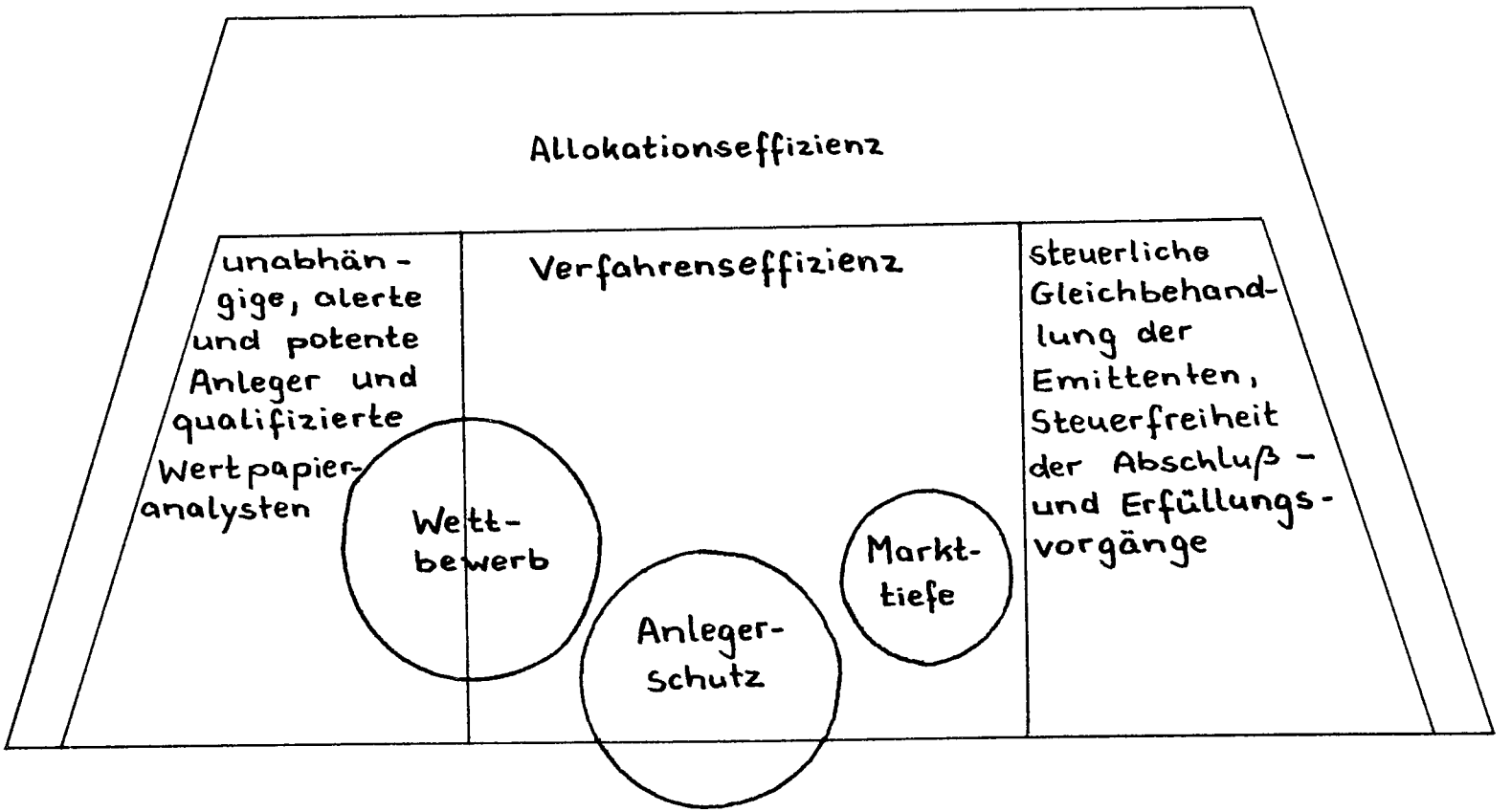
gerschutzes ein. Der internen oder operationellen Effizienz wird die externe oder Allokationseffizienz gegenübergestellt, wobei aber die operationelle Effizienz als Voraussetzung der Allokationseffizienz angesehen wird; anders ausgedrückt, wären die marktorganisationsbestimmten Kosten null, dann ließen sich die Finanzmittel über die Effektenmärkte in die optimalen Verwendungen lenken. Voraussetzung dafür wäre, daß die relevanten Informationen zur Verfügung stünden und daß wenigstens eine größere Zahl voneinander unabhängiger Marktteilnehmer sie prompt und übereinstimmend richtig auswertete. Die Kurse würden dann jederzeit Verteilungen und Höhen zukünftiger Zahlungen von Emittenten bestmöglich widerspiegeln. Je höher aber die marktorganisationsbestimmten Kosten sind, insbesondere mit je höheren und unvorhersehbareren Transaktionskosten man rechnen muß, desto größere Abweichungen von solchen allokationsoptimalen Kursen können auftreten und bestehen bleiben, da es sich für Marktteilnehmer, die diese Abweichungen erkennen, nicht lohnt, durch entsprechende Transaktionen eine Kurskorrektur herbeizuführen (z.B. sofern die Abweichungen nicht größer sind als die erwarteten Transaktionskosten der sich anbietenden Umschichtungstransaktionen).

Unter dem Aspekt der optimalen Allokation ist es besonders ungünstig, wenn vergleichbare Effekten unterschiedlich hoch mit marktorganisationsbestimmten Kosten belastet sind, sei es aufgrund unterschiedlicher Kapitalausstattung der market makers dieser Werte, sei es, daß sie nicht auf demselben Markt gehandelt werden können und daher unterschiedliche Provisionssätze gelten, oder sei es, daß kleine

und große Emittenten mit gleichhohen Fixkosten des Wertpapierdienstes zu rechnen haben. Gleichgültig, ob die marktorganisationsbestimmten Kosten transaktionsvariabel sind oder nicht oder von dem Volumen der Emission abhängen oder nicht, je weniger und einheitlicher sie eine Transaktions- oder Emissionseinheit belasten, desto genauer werden die Kurse die finanzielle Lage der Emittenten indizieren können. Verfahrenseffizienz für den Effektenmarkt und für die einzelne Emission ist demnach in der Tat essentiell, um Allokationseffizienz erreichen zu können. Sie bereitet ihr auch insofern den Boden, als sie rationelle Methoden prompter Kommunikation von Wirtschafts- und Gesellschaftsmeldungen verlangt. Wenn für den Empfang und für die Verarbeitung solcher Meldungen eine große Zahl alerter Wertpapieranalysten und Anleger bereit steht, kann man mit Kursen rechnen, die ihrer Lenkungsfunktion gerecht werden.

Die Verfahrenseffizienz, erweitert zur Allokationseffizienz, schließt nahezu alle Kriterien ein, die sonst zur Beurteilung der Qualität von Effektenmärkten verwendet werden, wenn auch nicht immer in vollem Umfang (Schaubild). Auf einige dieser Kriterien und Forderungen sei kurz eingegangen.

Schaubild 1: Allokationseffizienz der Zirkulationsmärkte



Je größer die Auswahl von Wertpapieren, desto attraktiver ist ein Markt für die Anleger. Deshalb gilt die Breite des Marktes gemessen an Art und Zahl der gehandelten Emissionen zu Recht als wichtiges Kriterium. Auf einem Markt mit Verfahrenseffizienz sind die Kapitalkosten so niedrig wie möglich bei den vorgegebenen Renditeforderungen der Anleger. Ein solcher Markt ist für potentielle Emittenten attraktiv und wird über Breite verfügen, selbst bei Konkurrenz durch ein leistungsfähiges Banksystem. Wird die Verfahrenseffizienz verbessert, bewirkt das einen Spielraum für Kapitalkostensenkungen und/oder für Erhöhungen der Rendite der Anleger bei einem bestimmten Grad der Unsicherheit. Da dieser Spielraum sich in der Regel zugunsten der Anleger und der Emittenten auswirkt, wird der Markt sowohl für Emittenten als auch für Anleger attraktiver.

Aus der Allokationseffizienz ergibt sich auch das Gebot der steuerlichen Gleichbehandlung aller Emissionen und die Forderung nach Steuerfreiheit von Abschluß- und Erfüllungsvorgängen. Börsenumsatz- und Effektentransfersteuern sind genauso zu beurteilen wie Transaktionskosten. Im Idealfall sollten beide null sein; bei Transaktionskosten läßt sich das nicht verwirklichen, wohl aber bei den hier genannten Steuern.

Die Ausführungen zur Allokationseffizienz und oben im Abschnitt III haben bereits deutlich werden lassen, daß Wettbewerb eine wichtige Determinante der Verfahrens- und Allokationseffizienz ist und daher als zusätzliches Kriterium entfällt.

Verfahrenseffizienz umfaßt auch Anlegerschutz. Wie im vorangegangenen Abschnitt dargelegt, sind die Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken und Verwahrrisiken über die Transaktions- bzw. Verwahrkosten Determinanten der Verfahrenseffizienz. Es werden allerdings nur solche Anlegerschutzmaßnahmen zur Verfahrenseffizienz beitragen, die diese Kosten oder, genauer, die Summe aller marktorganisationsbestimmten Kosten reduzieren (vgl. auch S. 3). Anleger können kein Interesse an weitergehenden, perfektionistischen Anlegerschutzmaßnahmen haben, da sie unter Umständen ökonomisch nicht zu vertreten sind. Rein ethisch-rechtlich begründete Anlegerschutzforderungen gehen deshalb mitunter über die im ökonomischen Kriterium Verfahrenseffizienz abgedeckten hinaus. Die Grenze zwischen ökonomisch vertretbaren und anderen Anlegerschutzmaßnahmen ist in vielen Fällen unscharf, zumal die kalkulatorischen Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken schwer zu erfassen sind und im Zeitablauf schwanken. Manche Fälle sind jedoch klar in die zweite Gruppe einzuordnen. In Deutschland ist es z.B. zulässig, daß ein beauftragter Effektenhändler seine Provision abrechnet, auch wenn er die Wertpapiere für eigene Rechnung übernimmt oder gibt. Da er überhaupt keinen Auftrag ausgeführt hat, erscheint es ungerecht, daß er Provision berechnet. Deshalb dürfen Börsenmitglieder z.B. in England in einem solchen Fall keine Provision ansetzen. Außerdem darf in beiden Fällen der Kurs, zu dem der Effektenhändler eintritt, nicht ungünstiger als der an der Börse erzielbare Kurs sein. Angenommen, ein Kunde will Wertpapiere kaufen. Die Provision betrage 2, man kann am Markt zu 198 verkaufen und zu 200 kaufen, der letzte Kurs war 199, und der beauftragte Händler ist auch bereit, dem Kunden zu 199 die Papiere zu geben. In Deutschland zahlt der Kunde 201 brutto, in England - unter der ethisch zusagenderen Regelung aber 202, da sein broker sich dann besser steht, wenn er selbst am Markt zu 198 verkauft und 2 für Provision berechnen kann; beim Verkauf an den Kunden hätte der broker

ja nur 199 (im Gegensatz zu 200 bei Ausführung des Auftrags am Markt und Verkauf der eigenen Aktien durch eine zusätzliche Transaktion). Beide, der beauftragte Händler und der Kunde, stehen sich im "anlegerfeindlichen" Fall besser.

Zwei weitere Kriterien, die in diesem Zusammenhang genannt werden sollten, sind Vertrauen in die Zuverlässigkeit der Effektenhandelsbetriebe und Vertrauen in die Märkte. Je unzuverlässiger die Effektenhändler, desto höher sind sicherlich die Kosten der Marktaufsicht und die kalkulatorischen Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken. Dieses Kriterium ist daher von der Verfahrenseffizienz abgedeckt. Vertrauen in die Märkte wird ebenfalls von Verfahrenseffizienz bestimmt, jedoch kann es in Zweifelsfällen als zusätzliches Kriterium herangezogen werden, z.B. wenn es darum geht, wer bei gleichzeitiger Annahme eines Angebots durch mehrere Händler den Zuschlag erhält: Eine Verlosung genügte unter dem Aspekt des Anlegerschutzes, ein vorrangiger Zuschlag an Anleger aber schafft Vertrauen.

Leichte Marktgängigkeit der Titel, Markttiefe oder Flüssigkeit des Marktes sind Bezeichnungen für ein Kriterium, das besonders oft erwähnt wird. Auch dieses Kriterium ist im Kriterium Verfahrenseffizienz enthalten. Gemeint ist hier die Möglichkeit des sofortigen Abschlusses großer und kleiner Effektentransaktionen bei akzeptablen Sofortigkeitskosten (vgl. Anhang 3). Markttiefe erleichtert die Anlageplanung, die Ausführung von Aufträgen und die prompte Anpassung der Kurse an neue Informationen.

Allerdings sind nicht alle Anleger an Markttiefe interessiert, insbesondere nicht zu beliebig hohen Kosten sofortigen Abschlusses, wie immer wieder deutlich werden wird. Auch muß die Chance sofortigen Abschlusses nicht unbedingt von market makers geboten werden. Wie sich bei der Analyse der einzelnen Märkte zeigen wird, erhöhen market makers die Verfahrenseffizienz hauptsächlich in Werten mit mittleren Umsätzen.

Häufig wird die Liquidität von Wertpapieren als Kriterium genannt. Sie wird gemessen am Verhältnis des niedrigsten erwarteten Nettoverkaufserlöses zu demjenigen Wert, den der Anleger für seinen Planungszeitraum als repräsentativ ansieht. Je geringer die Differenz beider Werte, je geringer also der denkbare Verlust bei der Liquidation der betrachteten Position ist, als desto liquider wird das Wertpapier angesehen. Auf ganz kurze Sicht ist dieser Verlust primär durch die vier Komponenten der Transaktionskosten und durch vergleichbare Steuern bestimmt; das Liquiditätskriterium schließt daher u.a. die Kosten sofortigen Abschlusses und damit das Markttiefe-Kriterium ein. Auf längere Sicht kann die Liquidität aber durch Änderungen in allen anderen marktorganisationsbestimmten Kosten beeinflußt werden und umschließt somit das gesamte Kriterium der Verfahrenseffizienz. Dennoch wird hier das Kriterium Liquidität der Effekten nicht verwendet, da die Liquidität auf längere Sicht auch von Marktzinsänderungen, von Änderungen in der geschäfts- und finanzierungsbestimmten Ertragslage der Emittenten abhängt und unter Umständen auch von Änderungen der Steuerbelastung, also von anderen als marktorganisationsabhängigen Faktoren. Solche Faktoren spielen grundsätzlich keine Rolle für die Erklärung und die Bewertung integrierter oder gespaltener Effektenmärkte. Daher ist nicht die Liquidität von Effekten, sondern die Verfahrenseffizienz für diese Arbeit das zweckgemäßere Kriterium.

B. INTEGRIERTE UND GESPALTENE (SEGMENTIERTE) ZIRKULATIONSMÄRKTE

Es sind verschiedene Auffassungen davon denkbar, was ein integrierter und was - im Gegensatz dazu - ein gespaltener Zirkulationsmarkt ist. Allgemein gesehen müßte sich ein integrierter Zirkulationsmarkt als ein einheitliches Ganzes präsentieren, das den gesamten Handel in bestimmten bereits umlaufenden Effekten umfaßt. Im reinen Fall könnte man zwar funktionelle Teilbereiche unterscheiden, etwa den Informations- und Entscheidungsbereich, den Ausführungsbereich, den Erfüllungs- und Verwahrbereich, aber die Abläufe in diesen Bereichen erfolgen nach einem einzigen Muster: Die Kette der Vorgänge von der Kaufentscheidung bis zur Zahlung hätte grundsätzlich in jedem Falle Glieder gleichert Art und Zahl. Im weniger reinen, aber realistischeren Fall können diese Glieder verschieden sein. Es kommt dann nicht mehr darauf an, ob der Anleger beraten wird und von wem, ob eine Bank oder ein spezialisierter Effektenhandelsbetrieb oder beide in Zusammenarbeit einen Auftrag ausführen, ob ein einziges oder mehrere Verfahren zum Abschluß von Effektengeschäften führen und ob mehr als eine Abwicklungstechnik benutzt wird, sondern vielmehr darauf, daß alle existierenden Elemente zu einem geordneten Ganzen, zu einem Effektenhandelssystem, zusammengefügt sind. Im reinen Fall ist der "gespaltene" Zirkulationsmarkt als Gegensatz zum integrierten eindeutig zu definieren. Freilich wären dann alle existierenden Märkte mehr oder weniger gespalten. Auch wenn man sich nur auf den zentralen Ausführungsbereich beschränkt, lassen sich in jedem Land unterschiedliche Verfahren für die gleichen oder für verschiedene Effekten beobachten. Bei der zweiten, realistischeren Definition entfällt dieses Problem. Es gibt durchaus Zirkulationsmärkte, die nach

dieser Definition als integriert zu bezeichnen sind. Hier stellt sich dann aber zum einen die Frage, ob nicht doch bei einem hohen Grad der Aufgliederung, bei einem bestimmten Mangel an Uniformität, von gespaltenen Märkten zu sprechen ist. Zum anderen muß bestimmt werden, nach welchen Gesichtspunkten zu entscheiden ist, ob sich beobachtete Elemente noch in das Ganze einordnen lassen oder nicht.

Folgende Fragen deuten an, wieviele Aspekte hier eine Rolle spielen können:

1. Ist ein vor- oder nachbörslicher Handel durch Börsenmitglieder, wenn auch evtl. nach etwas modifizierten Regeln, nicht eine sinnvolle Ergänzung des börslichen Handels und daher Teil eines Systems?
2. Muß ein Effektenhandelssystem nicht Umsatzmöglichkeiten für jedes Wertpapier vorsehen, auch für nicht zum Börsenhandel zugelassene, und bilden somit Märkte für diese Werte nicht zusammen mit den Börsen ein geordnetes Ganzes?
3. Sind Effektenmärkte an verschiedenen Orten, auf denen dieselben Papiere nach mehr oder weniger gleichen Regeln gehandelt werden, Teile eines Ganzen? Wie nahe dürfen sie beieinanderliegen und wie unterschiedlich können ihre Regeln sein?
4. Hat es für die Einordnung verschiedener Teile eines Zirkulationsmarktes als "integriert" oder "abgespalten" eine Bedeutung, ob sie trotz unterschiedlicher Handelstechniken die gleiche Anlegerschaft bedienen, ob auf ihnen zu einem gewissen Grade dieselben Effektenhandelsbetriebe tätig sind, ob dieselben Zulassungsbestimmungen für Papiere gelten und/oder ob dieselben Abwicklungstechniken angewandt werden oder nicht?

Einige Gesichtspunkte deuten stets auf die Zugehörigkeit eines Marktsegments zu einem bestimmten Effektenhandelssystem hin, während andere dagegen sprechen. Daher kann allgemein keine scharfe Trennungslinie zwischen integrierten und gespaltenen Zirkulationsmärkten gezogen werden. Man kommt auch zu keinem anderen Ergebnis, wenn man nicht wie bisher von der Bedeutung des Wortes "integriert" ausgeht, sondern vom "gespaltenen" Markt her ansetzt. Gespaltene Märkte sind im Devisenhandel bekannt; es sind Märkte für die gleiche Valuta, zwischen denen legal keine Möglichkeit zur Arbitrage besteht. Im Zusammenhang dieser Arbeit ergibt das aber keinen Sinn. Die abgespaltenen Elemente der Zirkulationsmärkte sind nicht durch hoheitlichen Eingriff entstanden, sondern vielmehr in Antwort auf spezielle Bedürfnisse von Anlegern historisch gewachsen und begrüßen in der Regel jede Arbitragetransaktion. In der Terminologie der Börsen wird daher eher von "fragmentierten" als von "gespaltenen" Märkten gesprochen, neutraler müßte es wohl "segmentierte" Märkte heißen. Aber auch diese terminologische Klärung hilft nicht, eine Trennungslinie zu finden. Segmentierte Märkte sind nichts anderes als nicht oder weniger integrierte Märkte.

Wenn dennoch Vorteile und Nachteile integrierter Zirkulationsmärkte gegenüber gespaltenen Märkten herausgearbeitet werden sollen, so kommt es auf die spezifische Fragestellung an. Der Auftrag für diese Studie verlangt zu untersuchen, ob im jeweiligen Mitgliedsland ein integrierter Zirkulationsmarkt besteht - der an einer Börse zentralisiert ist oder auf mehrere Börsen aufgegliedert sein mag -, oder ob der Effektenmarkt dort gespalten ist, d.h. neben der oder den offiziellen Börsen existiert wenigstens ein anderer Markt (z.B. geregelter Freiverkehr, Over-the-counter-Markt, Ariel; vgl. Anhang 4). Daraus ergibt sich zunächst, daß der Ausführungsbereich im

Zentrum der Untersuchung steht; die beispielhaft genannten Märkte weisen zwar dort stets unterschiedliche Verfahren auf, nicht immer dagegen in anderen funktionellen Bereichen. Ferner sind damit folgende Fragen gestellt:

1. Welche Vor- und Nachteile hat es, bestimmte Gruppen der umlaufenden Effekten nicht in den Börsenhandel einzubeziehen, sondern sie außerhalb zu handeln?
2. Welche Vor- und Nachteile resultieren daraus, wenn Effekten, denen der Börsenhandel offensteht, nicht an den Börsen, sondern nach einem traditionellen oder nach einem automatisierten Verfahren außerhalb der Börsen gehandelt werden?
3. Welche Vor- und Nachteile sind mit einem gleichzeitigen Handel eines Titels an mehreren Börsen mit gleicher oder mit unterschiedlicher Handelstechnik verbunden?

Um Antworten auf diese Fragen vorzubereiten, werden zunächst im folgenden zweiten Teil die Zirkulationsmärkte der Mitgliedsländer daraufhin untersucht, welche Lösungen dort im Ausführungsbereich gefunden worden sind, anders ausgedrückt, welche börslichen und außerbörslichen Marktsegmente jeweils existieren. Eine vollständige Beschreibung und Analyse der Märkte in den Mitgliedsländern ist in diesem Zusammenhang weder notwendig noch beabsichtigt. Es kommt vielmehr darauf an, Vorstellungen darüber zu gewinnen, wie unterschiedliche Verfahren einwirken auf die Kosten der Auftragsbearbeitung, insbesondere auf die Kosten der Suche nach dem günstigsten Gegengebot, auf die Kosten der Sicherung gegen Realisationsrisiken im Ausführungsbereich und auf die Kosten des sofortigen Abschlusses. Danach können im dritten Teil die Gründe dafür dargestellt werden, warum Zirkulationsmärkte in unterschiedlichem Maße segmentiert sind, und welche Vorteile und Nachteile daraus resultieren.

Teil 2

DIE SEGMENTE DER ZIRKULATIONSMÄRKTE IN DEN MITGLIEDSLÄNDERN DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN, IN JAPAN UND IN DEN VEREINIGTEN STAATEN

A. DIE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IM VEREINIGTEN KÖNIGREICH UND IN DER REPUBLIK IRLAND

I. TEILNEHMER UND WERTE

Am 25.März 1973 fusionierten alle Börsen im Vereinigten Königreich und in der Republik Irland zu einer einzigen Organisation, die "The Stock Exchange" genannt wird. Die Börse hatte im August 1975 4.084 Mitglieder, die sich ihren Präferenzen entsprechend einem der sieben geographisch abgegrenzten Teilmärkte zugeordnet haben, den sogenannten Administrative Units. Abgesehen von der Provincial Brokers Administrative Unit unterhalten diese Units Börsensäle und andere Einrichtungen zur Erleichterung des Abschlusses und der Ausführung von Effektengeschäften. In Tabelle A-1 sind die einzelnen Units, ihre Börsensäle, die Zahl ihrer Mitglieder und deren Firmen aufgeführt, wobei zu berücksichtigen ist, daß eine Mitgliedsfirma ihre Mitglieder verschiedenen Units zuordnen kann. Die Units unterhalten derzeit sieben Börsensäle; 1964, bevor die schottischen Börsen fusionierten, gab es in den betrachteten Ländern noch 24. Der Anteil der Units an den Gesamtumsätzen wird nicht veröffentlicht, so daß diese Angabe in Tabelle A-1 fehlt. Für die Bedeutung der Units außerhalb Londons liegen konkrete Anhaltspunkte in der One-Day Transaction Study der Börse vom 7.August 1974

vor, die am 8. Oktober 1975 erstmals wiederholt wurde. Daraus läßt sich errechnen, daß die Brokerfirmen außerhalb Londons dem Marktwert nach nur 2,9 % (3,8%) aller Käufe und Verkäufe vornahmen, der Zahl der Transaktionen nach aber an 25 % (29%) aller Geschäfte beteiligt waren. Läßt man die öffentlichen Titel außer acht und betrachtet nur die Effekten privater Emittenten, so ergeben sich 9,7 % (11,54%) bzw. 26 % (30%). Die Zahlen in Klammer beziehen sich auf den Tag der zweiten Untersuchung.

Tabelle A - 1

Die Administrative Units der Stock Exchange im August 1975

Bezeichnung	Börsensäle in	Zahl der Mitglieder	Zahl der vertretenen Mitgliedsfirmen
London AU	London	3.240	134
Northern AU	Manchester Liverpool	299	47
Midlands and Western AU	Birmingham	174	24
Scottish AU	Glasgow	156	23
Provincial Brokers AU	---	143	40
Irish AU	Dublin	49	25
Belfast AU	Belfast	23	4

Für die Units gelten zwar dieselben Bestimmungen für die Zulassung neuer Mitglieder und für die Neuzulassung von Wertpapieren, im Aufbau und in der Handels- und Erfüllungstechnik bestehen aber gewisse Unterschiede fort.

Vom Umsatz her wird der Handel an der Börse von den institutionellen Anlegern beherrscht; nach Definition der Börse zählen hierzu Banken (insbesondere clearing banks, merchant banks, discount houses sowie overseas banks), Versicherungen, Pensionsfonds, investment- und unit trusts, Genossenschaften und öffentliche Verwaltungen. Geht man von den Angaben der transaction studies aus, so sind diese Anleger an knapp 90 % aller Anleihenumsätze beteiligt. Auch ungefähr die Hälfte der Umsätze in Aktien entfielen auf sie, während fast 30 % den inländischen Privatanlegern und der Rest der Auslandskundschaft und den Börsenmitgliedern selbst - ohne die Transaktionen der jobbers - zugeordnet werden konnten. Die Umsatzanteile der institutionellen Anleger liegen etwas höher, als man es nach vergleichbaren Schätzungen der Bank von England für frühere Jahre erwartet hätte. Es muß daher abgewartet werden, ob künftige Untersuchungen der Börse und der Bank die Ergebnisse der beiden transaction studies bestätigen.

Der Zahl der Transaktionen nach sind die Privatanleger die wichtigsten Teilnehmer am Börsenhandel. Auf sie entfallen 75% aller Transaktionen. Mehr als die Hälfte ihrer Aufträge werden nicht von den Brokerfirmen selbst, sondern indirekt über die clearing banks und andere Zubringer hereingeholt. Für Ihre Dienste erhalten die Banken 25% der Provision. Eine Bankzweigstelle arbeitet gewöhnlich mit zwei

oder drei Brokerfirmen am Ort, mit denen gute Erfahrungen gemacht wurden. Die Bankzweigstelle erwartet neben einer reibungslosen Abwicklung der Aufträge auch Sichteinlagen von seiten der brokers.

An einem so hervorragenden Finanzplatz wie London sind die Zirkulationsmarkttransaktionen natürlich nicht auf die Mitglieder der Börse und auf ihre Kundschaft beschränkt auch wenn man von den discount houses als Träger des Geldmarktes einmal absieht. Eine Reihe ausländischer Effektenhandelsfirmen, vor allem amerikanische und kanadische, haben Niederlassungen in London und stellen nicht nur die Verbindung zu ausländischen Märkten her, sondern handeln in London auch in Euro-Effekten. Einheimische Wertpapiere werden ebenfalls in gewissem Umfang außerhalb der Börse gehandelt. An die Stelle der Börse treten hier mitunter merchant banks oder solche Effektenhandelsfirmen, die eine Lizenz des Board of Trade gemäß dem Prevention of Fraud (Investments) Act von 1958 besitzen. In jüngster Zeit hat besonders eine solche Firma, die Automated Real-Time Investments Exchange Ltd. (Ariel), eine gewisse Bedeutung erlangt. Auf das Handelsverfahren dieser Firma wird unten noch genauer einzugehen sein.

Grundsätzlich unterliegt jeder, der berufsmäßig in Effekten handelt, der Aufsicht des Board of Trade. Im Prevention of Fraud (Investments) Act von 1958 sind jedoch Befreiungen von der Lizenzpflicht und von den damit verbundenen Auflagen und Vorschriften vorgesehen. Die Bank von England, Körperschaften des Öffentlichen Rechts und einige Gruppen von Genossenschaften sind kraft Gesetzes von der Lizenzpflicht befreit. Unter summarische Befreiungen des Board fallen gegenwärtig z.B. die Mitglieder der Stock Exchange, die Mitglieder einer amerikanischen und einer kanadischen Vereinigung von Effekten-

handelsfirmen in London, die Mitglieder der London Discount Market Association und anerkannte unit trusts. Ferner haben eine große Zahl von Firmen, insbesondere Banken und Versicherungsgesellschaften, Einzelbefreiungen erhalten. Voraussetzung hierfür ist, daß ihr Wertpapiergeschäft entweder dem Emissionsmarkt zuzurechnen ist oder daß es sich dabei um eine Nebentätigkeit handelt, innerhalb derer der Handel mit Privatanlegern eine untergeordnete Rolle spielt, abgesehen von der Weitergabe von Aufträgen an inländische lizenzierte oder befreite Firmen oder an ausländische Börsenmitglieder. Wer aber das Zirkulationsmarktgeschäft als Haupttätigkeit betreibt oder wer sonst im wesentlichen für die Privatkundschaft handelt, ohne sich dabei regelmäßig der Dienste Dritter zu bedienen, muß die Lizenz besitzen, wenn er nicht unter eine gesetzliche oder summarische Befreiung fällt. Der Board of Trade hat vier vollbeschäftigte Mitarbeiter eingesetzt, die Lizenzen und Befreiungen erteilen und überwachen und die auch Beschwerden nachgehen.

Am 31.März 1975 waren an der Börse 9.098 Wertpapiere mit einem Marktwert von £ 210 Mrd. zugelassen, die sich aufgliederten wie folgt:

Tabelle A - 2

Zahl und Umlauf der von der Stock Exchange zugelassenen Wertpapiere am 31.März 1975

Wertpapiertyp	Zahl der Titel	Umlauf zum Marktwert in Mio £	% des Marktwerts
Anleihen			
1. öffentliche			
a) United Kingdom	922	24.278	11,5
b) Republik Irland	69	553	0,3
c) Ausland	500	2.061	1,0
2. private			
a) United Kingdom	2.440	4.010	1,9
b) Republik Irland	30	42	0
c) Ausland	42	186	0,1
Aktien			
a) United Kingdom	4.456	31.539	15,0
b) Republik Irland	171	331	0,2
c) Ausland	468	147.268	70,0
Summe	9.098	210.268	100

Die Wertpapiere privater Emittenten waren von insgesamt 3.716 Unternehmen begeben worden, und zwar von 3.165 britischen, 154 irischen und 397 ausländischen Unternehmen Da diese Angaben hinsichtlich der Bedeutung der Auslandswerte ganz andere Schlußfolgerungen nahelegen als die Marktwertzahlen, müßte die Bedeutung der Auslandswerte für den Handel anhand der Umsatzstatistik klargestellt werden. Die periodische Umsatzstatistik der Londoner Börse gliedert die Umsätze in Aktien jedoch nicht nach Umsätzen in inländischen und ausländischen Aktien auf, so daß man auf die

Tabelle A - 3

Börsenumsätze der Stock Exchange[1)]

(in Mrd. £)

Umsätze	1973	1974	1975
Anleihen[2)]	38,7	44,2	76,4
Aktien	17,1	12,6	17,6
Insgesamt	55,8	56,8	94,0
(Zahl der Transaktionen in Mio.)	(6,0)	(5,0)	(6,0)

1) Käufe und Verkäufe der jobbers. In den meisten anderen Ländern werden die Börsenumsätze als Summe aller Verkäufe ermittelt, so daß die obigen Angaben zum internationalen Vergleich halbiert werden sollten. Allerdings wird der Eigenhandel der Mitglieder an anderen Börsen voll in den Umsätzen erfaßt.

2) Diese Angaben schließen geringe Umsätze in Vorzugsaktien mit ein.

one-day-transaction study von 1974 (1975) angewiesen ist. Danach entfielen auf inländische Anleihen 84% (88%) der Umsätze, auf ausländische 0,4% (0,2%), auf inländische Aktien 12,1% (10,4%) und auf ausländische Aktien 3,4% (1,4%) aller Umsätze. Die überragende Bedeutung der Anleihenumsätze ist nicht zuletzt dadurch zu erklären, daß Staatsanleihen über die Börse begeben werden.

Neben den zugelassenen Wertpapieren können an der Börse auch andere Titel gehandelt werden, und zwar vor allem britische Geldmarktpapiere und Werte, die an einer ausländischen Börse zugelassen sind, sowie alle Wertpapiere, die auf außerbörslichen Märkten in Kanada oder den USA gehandelt werden. Außerdem darf ein Mitglied, wenn es für jede einzelne Transaktion die Genehmigung der Börsenleitung einholt, auch in jedem anderen Papier handeln. Während die Emittenten aller zugelassenen Werte durch die Zulassungsvereinbarung zur fortlaufenden Information der Anleger über die gesetzlichen Anforderungen hinaus verpflichtet sind, werden die Emittenten der nicht zugelassenen Titel von den Publizitätsbestimmungen der Börse nicht berührt.

II. BÖRSLICHE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IM VEREINIGTEN KÖNIGREICH UND IN DER REPUBLIK IRLAND

In dieser offenen Einstellung der Börse gegenüber dem Handel in nicht zugelassenen Titeln liegt ein wichtiger Grund dafür, daß es nur einen sehr bescheidenen außerbörslichen Handel im Vereinigten Königreich und in der Republik Irland gibt. Hierzu trägt auch die Bereitschaft der Börse bei, selbst Emissionen mit niedrigem Marktwert offiziell zuzulassen. Zwar dürfte heute der doppelte oder dreifache Wert der £ 200.000 erforderlich sein, welche die Zulassungsbestimmungen als Mindestmarktwert nennen, andere große Börsen stellen jedoch deutlich höhere Anforderungen. Weitere Gründe für den geringen Umfang des außerbörslichen Handels liegen in der langen Börsenzeit und in dem Verzicht auf die Konzentration des Handels auf die Börsensäle. Es steht den Mitgliedern frei, per Telefon zu handeln. Von 9.30 Uhr bis 15.30 Uhr ist der Börsensaal in London geöffnet. Danach wird ausschließlich per Telefon gehandelt. Dieser offizielle Telefonverkehr endet um 17.30 Uhr, ein späterer Handel scheitert aber grundsätzlich nur daran, daß kein jobber mehr erreicht wird.

Prinzipiell besteht Jobberzwang, d.h. jedes Geschäft muß mit einem jobber abgeschlossen werden. Man spricht daher auch vom jobbing system. Das jobbing system hat sich mit einer Ausnahme nach der Fusion von 1973 auch an den Provinzbörsen durchgesetzt. Die Börsenmitglieder sind entweder jobbers, die keine Privatkundschaft haben und die spannenorientiert sind, oder primär anleger-

provisionsorientierte brokers. Nur jobbers oder nur brokers dürfen sich in einer Firma zusammentun. Die brokers führen die Aufträge der Anleger grundsätzlich einzeln durch sofortigen Abschluß mit einem jobber aus. Da der broker so keine Papiere zu halten braucht und im Idealfall auch keine hält und ferner wegen der Zwischenschaltung des jobbers keine Kenntnis der Gegenpartei hat, kann er ein vollkommen unparteiischer Berater und Agent seines Kunden sein, selbstverständlich abgesehen vom Provisionsinteresse.

1. Jobbing System

a) Das typische Handelsverfahren

Beim typischen Verfahren handeln die jobbers als market makers, als deren Prototyp sie gelten, d.h. sie sind während der Geschäftsstunden jederzeit bereit, bestimmte Effekten sofort für Rechnung ihrer Firma zu kaufen oder zu verkaufen, und zwar auf der Basis der von ihnen gestellten Spanne. Ende März 1975 gab es 21 Firmen mit 569 handelsberechtigten Repräsentanten. Die meisten Repräsentanten machen Märkte in wenigstens einigen Dutzend Papieren. Vor zehn Jahren waren allein in London noch 60 Jobberfirmen mit 750 Handelsberechtigten ansässig. Obwohl keine Statistik vorliegt, sind nach den Angaben der Börse für alle bedeutenderen Papiere wenigstens noch zwei jobbers am Markt, in besonders aktiven Werten drei jobbers. Die Zahl der jobbers in einem Wert ist indes nicht unbedingt ein Indiz für den Grad des Wettbewerbs um Abschlüsse, da manche jobbers ihre Market-maker-

Position zusammenlegen und für gemeinsame Rechnung handeln ("joint book").

Üblicherweise sind die jobbers an dem pitch ihrer Firma an der Börse zu finden, wo sie mündlich oder fernmündlich ihre Spannen angeben und handeln. Sie können aber auch durchaus wie market makers des amerikanischen OTC-Marktes in ihren Büros alle Anfragen und Geschäfte telefonisch abwickeln. Erhält ein broker einen Auftrag, wird er zunächst den oder die zuständigen jobbers im Börsensaal seiner unit nach ihren Geld- und Briefkursen fragen, ohne erkennen zu lassen, ob er kaufen oder verkaufen will, und dann die jobbers in anderen Börsensälen oder außerhalb der Börse anrufen, um sich auch über deren Spannen zu informieren. Erst dann wird er mit dem jobber abschließen, der den günstigsten Kurs für seinen Kunden bietet.

Nur in bestimmten Fällen muß der Kurs zur Veröffentlichung gemeldet werden. Grundsätzlich steht es den Mitgliedern frei, den Kurs zu melden oder nicht. So wird nur jeder dritte oder vierte Kurs veröffentlicht. Die zugehörigen Einzelumsätze werden auf keinen Fall angegeben. Die Bekanntgabe von Kurs und Umsatz aller Einzeltransaktionen stößt vor allem bei den jobbers auf Widerstände. Sie befürchten zu Recht, daß ihre Konkurrenten oder die brokers aus vollständigen Kurs- und Umsatzinformationen Rückschlüsse auf die Entwicklung der einzelnen Market-maker-Positionen ziehen und ein verlustloses Glattstellen erschweren könnten.

Ähnliches gilt für die Information über aktuelle Spannen. Auch hier ist es selbst für einen broker nicht leicht, einen vollständigen Überblick zu gewinnen. Ein broker kann seiner Verpflichtung zur Suche des günstigsten Kurses für seinen Kunden nur dadurch nachkommen, daß er die

jobbers befragen läßt oder selbst befragt. Eine gewisse Hilfe sind die Mittelkurse, welche die jobbers an ihrem pitch anschreiben, doch sind diese Mittelwerte aus dem Geld- und Briefkurs oft überholt. Zuverlässigere Informationen über die Mittelkurse bietet das elektronische Market Price Display System der Börse an (MPDS). Es gibt die Mittelkursentwicklung in den aktiveren Werten auf einem Bildschirm wieder, angefangen mit dem letzten Mittelkurs des Vortages, und wird gespeist mit den Mittelkursen der Londoner jobbers, die laufend von Preiskollektoren bei den jobbers erfragt werden.

MPDS ist eine wertvolle Orientierungshilfe für die Kundenberatung und für die Mitglieder in den Büros und in den Börsensälen der Provinz, es gibt jedoch einem broker - anders als z.B. Nasdaq (vgl. unten K III 1a und K IV 2b) - keine Auskunft darüber, welcher jobber gerade den höchsten Geldkurs oder den niedrigsten Briefkurs bietet. Diese Transparenz würde die Suche nach dem günstigsten Kontrahenten beschleunigen und könnte auch den Wettbewerb besonders zwischen jobbers in verschiedenen Börsensälen verschärfen. Abgesehen davon, daß die knapp 4.000 brokers mit den 10.000 bis 30.000 Abschlüssen pro Börsentag nicht sehr stark belastet sind, auch wenn sich nur ein Teil von ihnen aktiv am Börsenhandel beteiligt, ist der Verzicht auf eine möglichst vollkommene Transparenz der Spannen bei zwei oder drei jobbers weniger gravierend als bei einer größeren Zahl von market makers. Aus der Sicht der Börse heraus muß ein gewisser Mangel an Transparenz sogar erwünscht sein, denn je zuverlässiger die Information über aktuelle Spannen an der Börse ist, umso eher werden Aufträge außerbörslich kompensiert werden und gehen damit den jobbers und den anderen Börsenmitgliedern verloren.

Der Transaktionsservice, den britische Börsenmitglieder ihrer Kundschaft bieten können, zeichnet sich besonders dadurch aus, daß er grundsätzlich den sofortigen Abschluß mit einschließt, da Jobberzwang besteht und mit dem jobber sofort eine Gegenpartei für das vom Anleger gewünschte Geschäft bereit steht. Wie bereits auf S. 22 ausgeführt, hat dieser besondere Service seinen Preis, den Sofortigkeitszuschlag und den Sofortigkeitsabschlag. Beide zusammen ergänzen sich zur Spanne, sieht man von anderen Kosten als denen des sofortigen Abschlusses einmal ab. In der City hört man nun von verschiedenen Seiten, die Spannen hätten sich in den letzten Jahren erweitert und wiesen von Papier zu Papier geringere Unterschiede auf als früher. Da ein jobber in der Regel gerade nicht im selben Zeitpunkt kauft und verkauft - seine Aufgabe liegt ja gerade im Überbrücken von Zeitdifferenzen zwischen dem Eingang von Kauf- und Verkaufsaufträgen -, ist die Spanne allerdings kein sehr brauchbares Indiz dafür, wieviel der sofortige Abschluß den einzelnen Anleger oder alle Anleger zusammengenommen kostet. Die aggregierten tatsächlichen Spannenerträge aller jobbers - also ihre Erträge, nachdem sie Positionen in einem Zeitpunkt aufgebaut und zu einem anderen wieder abgebaut, sich also glattgestellt haben, sei es mit Gewinn oder mit Verlust - sind ein besserer Anhaltspunkt, besonders wenn man sie dem Gesamtumsatz gegenüberstellt und damit die Kosten des Jobber-Service pro Umsatzeinheit für die Anleger erhält. Wie in den folgenden Abschnitten zu zeigen sein wird, sind die jobbers allerdings keine reinen Einproduktunternehmen, so daß dieses Vorgehen die Kosten des sofortigen Abschlusses für die Anleger in ihrer Gesamtheit bezogen auf die Umsatzeinheit schon deshalb etwas zu niedrig angibt.

Die Börse versucht durch derartige Berechnungen den Vorwurf übersetzter Spannen der jobbers zu entkräften. Sie kommt dabei zu tatsächlichen Spannenerträgen pro Umsatzeinheit (nur Verkäufe), die für eine große Jobberfirma mit überwiegendem Anleihengeschäft zwischen 0,5 Promille im Jahre 1973 und 1,1 Promille im Jahre 1975 liegen. Bei einer anderen großen Firma, bei der das Aktiengeschäft dominiert, lauten die entsprechenden Angaben 0,9 Promille im Jahre 1975 und 1,9 Promille im Jahre 1971. Leider gehen diese Rechnungen nicht unmittelbar von den tatsächlichen Spannenerträgen aus, sondern von Nettospannenerträgen, die sich nach dem vollständigen oder teilweisen Abzug verschiedener Aufwandspositionen wie Gehälter und Mieten ergeben. Es war nicht möglich, Informationen über die Höhe dieser Positionen zu erhalten. Zweifellos wären zuverlässige Angaben über die Kosten des Jobberservice pro Umsatzeinheit für die Beurteilung der Verfahrenseffizienz des jobbing system sehr wertvoll.

Diese Angaben würden auch Aufschluß darüber geben, welche Spannenerträge ein jobber braucht, um die Kosten der technischen Abwicklung des Geschäfts und um die Kapitalkosten zu decken, die dem Risiko des Haltens von Marketmaker-Positionen entsprechen. Darüber hinaus muß ein jobber beim Aufbau von "Hausse-Positionen" oder "Baisse-Positionen" allerdings noch eine Kurssicherungsprämie (vgl. S. 22) in seinen Geldkurs bzw. seinen Briefkurs einbeziehen. Insgesamt gesehen gehen aber die durch die Kurssicherungsprämie zunächst hereingeholten unrealisierten Gewinne im Idealfall intensiven Wettbewerbs der market makers bei den Glattstellungstransaktionen wieder voll-

kommen verloren (soweit die Kurssicherungsprämie nicht die angemessenen Kapitalkosten alimentiert). Diese Kurssicherungsprämie belastet also die Anleger in ihrer Gesamtheit grundsätzlich nicht, sie mag aber in Verbindung mit den anderen Kosten des Market-maker-Service für den einzelnen Anleger so beachtlich sein, daß er es - hätte er die Wahl - vorziehen würde, auf den sofortigen Abschluß zu verzichten und auf den Eingang eines passenden Gegenauftrages zu warten. Auf dieses Problem wird immer wieder zurückzukommen sein.

Für die Höhe der Kosten sofortigen Abschlusses sind die Bedingungen sehr bedeutsam, unter denen die market makers arbeiten müssen. Die Börse hat in dreifacher Hinsicht günstige Bedingungen für jobbers geschaffen:

1. Die Abschlüsse für alle Titel - mit der wichtigen Ausnahme der öffentlichen Anleihen von Emittenten im Vereinigten Königreich, in der Republik Irland und im Commonwealth sowie der Anleihen einiger internationaler Organisationen - erfolgen per Termin (account system), so daß die Kosten der Beschaffung von Finanzmitteln und Stücken für Market-maker-Positionen im Vergleich zum Kassahandel niedrig gehalten werden. Für die öffentlichen Anleihen bestehen spezielle Fazilitäten, die diese Kosten günstig beeinflussen.
2. Durch einen Nachrichtenticker im Börsensaal werden die jobbers über wichtige wirtschaftliche und politische Entwicklungen laufend informiert. Ohne diese Informationen liefen sie Gefahr, die Transaktionswünsche der Anleger falsch zu interpretieren. Gegen diese Gefahr müßten sie sich mit durchschnittlich höheren Kurssicherungsprämien schützen als bei fortlaufender Information. Anders ausgedrückt, der Nachrichtenticker reduziert die Nachweisrisiken der jobbers.

3. Der Jobberzwang setzt die jobbers dem vollen Strom der Aufträge aus. Ein jobber kann also seine Position schneller abbauen, als es bei jedem anderen Handelsverfahren möglich wäre. Somit ist auch sein Risiko, Kursversluste hinnehmen zu müssen, geringer als in einer Situation ohne Jobberzwang. Tendenziell bedingt Jobberzwang daher niedrigere Kurssicherungsprämien.

Anders als die market makers z.B. der New York Stock Exchange (vgl. unten K II 1a) hat der jobber jedoch keine Vorstellung über die Absicherung seiner Positionen durch den Markt, da er die Orderbestände nicht kennt. Er führt nur ein Positionsbuch, kein Orderbuch; es werden ihm grundsätzlich keine Aufträge überlassen. Wüßte ein jobber, der z.B. einen größeren Posten kaufen muß, daß etwas unter dem gegenwärtigen Kurs limitierte Kaufaufträge in erheblichem Umfang vorliegen, also im Falle eines Kursrückganges seine Position sichern, würde diese Kenntnis nicht ohne Einfluß auf die Höhe seiner Kurssicherungsprämie bleiben. Der fehlende Überblick über die Orderbestände erschwert einerseits den jobbers, ihr Kursrisiko abzuschätzen, andererseits schützt es die Anleger vor Gegendisposition und willkürlicher Nichtbedienung, ohne daß es dafür besonderer Aufsichtsmaßnahmen bedarf. Aus ähnlichen Überlegungen heraus darf ein jobber keine unmittelbare Anlegerkundschaft haben.

b) Modifikationen bei Blocktransaktionen und in anderen Fällen ungünstiger Spannen

Ein jobber kauft oder verkauft zwar grundsätzlich jede beliebige Zahl von Papieren. Es gibt jedoch Grenzen in dieser Tätigkeit. Ein Auftrag mag so groß sein, daß die Firma des jobbers das Risiko der Position, die sich aus

einem sofortigen Abschluß ergäbe, nicht tragen kann; da ein jobber selbst keine Kontakte zu Anlegern hat, sind seine Möglichkeiten beschränkt, große Positionen schnell wieder abzubauen. Auch wenn er bereit ist, eine Position zu übernehmen, muß sich die Spanne, die der jobber nennt, mit dem Umfang der Transaktion diskontinuierlich erweitern, so daß einmal der Punkt erreicht werden wird, an dem sich der beauftragte broker fragt, ob er nicht im Interesse seines Kunden auf den sofortigen Abschluß verzichten und versuchen sollte, bei anderen potentiellen Gegenparteien anzufragen, ob und zu welchem Kurs sie interessiert seien. Ein broker, dem der Kurs eines jobber ungünstig erscheint, muß aber

1. mit dem jobber die Kurse festlegen, die für die Transaktion oder Teile davon in Frage kommen,
2. dem jobber das Recht einräumen, wenn nicht das gesamte Geschäft, so doch einen Teil zu übernehmen, falls sich das einrichten läßt, und,
3. wenn er Gegenaufträge hereingeholt hat, diese Gegenaufträge mit dem ursprünglichen Auftrag oder mit dem verbleibenden Teil davon vom jobber kompensieren lassen ("put-through").
   Dafür erhält der jobber eine reduzierte Spanne, die mit den Kosten sofortigen Abschlusses nichts zu tun hat, sondern eher als "Kursberatungs- und Kursfairness-Provision" zu kennzeichnen ist. Ein geringer Teil dieser Spanne ist - wie in jedem anderen Fall - als "Erfüllungsgarantie-Provision" zu interpretieren, da der jobber dem Käufer oder dem Verkäufer selbst haften müßte, wenn der broker und die von ihm vertretene Gegenpartei ihren Verpflichtungen nicht nachkommen. Diese Spanne beträgt normalerweise zwischen 1 und 4 Promille des Transaktionswertes.

Das Put-through-Verfahren hat im Zuge der "Institutionalisierung" des Börsenhandels stark an Bedeutung gewonnen, da institutionelle Anleger häufig mit so großen Aufträgen an den Markt kommen, daß sie mit der typischen Technik des jobbing system nicht zu bewältisind. Das Verfahren gilt für alle Werte, die im Inland oder Ausland zum Börsenhandel zugelassen sind. Der broker ist aber frei, ohne einen jobber einzuschalten, in Eurobonds zu handeln, auch für eigene Rechnung, oder einen Auftrag im Ausland auszuführen, wenn das für seinen Kunden vorteilhaft ist. Der Anteil der Put-through-Transaktionen an den Börsenumsätzen dürfte bereits bei rund 10 % liegen. In jüngster Zeit scheinen put-throughs auch bei Transaktionen normalen Umfangs verstärkt aufzutreten. Einige brokers scheinen kompensierbare Aufträge zusammenzustellen, um dann mit put-throughs zwar nicht den jobber, aber doch wenigstens seine Kurssicherungsprämie auszuschalten. Es gibt auch Klagen darüber, daß der jobber völlig umgangen wird, indem brokers Aufträge in bekannten britischen Aktien nicht im Vereinigten Königreich oder in Irland, sondern an börslichen oder außerbörslichen Märkten im Ausland ausführen.

Der broker, der ein Put-through-Geschäft bewirkt, kann im allgemeinen seinen Kunden auf beiden Seiten die übliche Provision berechnen. Wenn aber wenigstens zwei jobbers - sofern es mehr als einen gibt - zu dem Ergebnis kommen, daß die Transaktion zu groß oder für eine Spanne kein Raum ist, können sie auf ihr Kompensationsrecht unter 3. verzichten. Der broker kompensiert dann selbst und darf nur auf einer Marktseite eine Provision berechnen, fährt also schlechter, als wenn sich ein jobber einschaltet.

Neben dem put-through, das bei Großaufträgen auf ein außerbörsliches block assembling hinausläuft (vgl. unten K II 1a), gibt es andere Verfahren, um Blockaufträge zu bewältigen. Denn nicht immer wird ein broker für den Teil eines Großauftrags, den der jobber seiner Wahl nicht zu einem akzeptablen Kurs abdecken kann, Gegenaufträge aus dem Kreis seiner Kunden hereinholen können. Er wird in diesem Fall zunächst über den Betrag mit dem jobber abschließen, den er zu akzeptablen Konditionen bekommen kann. Den Restauftrag wird er dann gewöhnlich limitieren und ihn dem jobber überlassen. Der jobber kann dann versuchen, durch geeignete Spannen die Voraussetzungen für die Ausführung des Auftrags zu schaffen, oder er kann mit der Einwilligung des broker bei anderen jobbers anfragen, ob sie an einer Transaktion interessiert sind. Ferner könnte der jobber einem anderen broker ein Gebot machen, das dieser broker einem oder mehreren Kunden seiner Firma vortragen wird, so daß auf diese Weise eine Gegenpartei gefunden werden kann. Einige große Brokerfirmen sind darauf spezialisiert, in wenigen Minuten Dutzende von institutionellen Anlegern in diesem Sinne anzusprechen. Schließlich besteht für den jobber wie für den broker in manchen Werten grundsätzlich die Möglichkeit internationaler Arbitrage.

Auch bei Transaktionen normalen Umfangs kann es vorkommen, daß einem broker die Spanne ungünstig erscheint oder daß der zuständige jobber gar keine Spanne nennt, sondern nur einen Geld- oder Briefkurs. Der broker kann dann genauso verfahren wie oben ausgeführt. Er kann aber auch den jobber herausfordern und für eigene Rechnung eine Gegenofferte für den Kunden abgeben, wobei der jobber wieder das Recht hat, in die Bedingungen

einzutreten. Wenn allerdings ein Abschluß für eigene Rechnung des broker zustande kommt, dann darf er nicht einmal eine Provision berechnen wie oben bei der Vermittlung zwischen Kunden, sondern gar keine. Dieser Fall ist bereits auf S. 36 an einem Beispiel erläutert worden. Dort schien es zunächst plausibel, daß ein broker keine Vermittlungsgebühr für Transaktionen beanspruchen sollte, in denen er ja nicht als Vermittler, sondern für eigene Rechnung tätig geworden ist. Hier sei nur hinzugefügt, daß die Bestimmung über den Wegfall der Provision für den broker nicht nur keine ökonomisch begründete Anlegerschutzvorschrift darstellt, sondern vielmehr den jobber vor Konkurrenz schützt. Der Kurs, zu dem ein broker selbst direkt an seinen Kunden verkauft, muß um eine Provision höher sein als der Geldkurs des jobber; der Kurs, zu dem der broker kauft, eine Provision niedriger als der Briefkurs des jobber. Solange ein jobber seine Spanne nicht weiter als eine Provision stellt, ist er vor der Konkurrenz der broker sicher.

c) Der jobber als Makler

In Werten, die selten umgesetzt werden, kommt es häufig vor, daß der jobber nur einen Teil eines Auftrags normaler Größe sofort abdeckt und den Rest als Vermittler übernimmt. Er versucht dann, eine Gegenpartei zu finden. Für seine Maklerdienste erhält er eine reduzierte "Spanne". Er kann auch den gesamten Auftrag als Vermittler übernehmen.

2. Der Handel ohne jobbers

Wie bereits unter 1b) erwähnt, steht es jedem broker frei, Aufträge an ausländischen Märkten oder am Eurobond-Markt auszuführen, wenn es für seinen Kunden von Vorteil ist. Sonst können die jobbers grundsätzlich nicht umgangen werden. Für bestimmte irische Werte gilt dieser Grundsatz nicht, besonders für irische Staatsanleihen, obwohl es jobbers für sie gibt. Außerdem können natürlich auch alle die Werte nur unter den brokers gehandelt werden, für die es keine jobbers gibt.

a) Das Callover-System

Die Irish Administrative Unit in Dublin hat keine jobbers, sie gibt aber ein Kursblatt mit 277 Titeln heraus. Ein knappes Drittel dieser Werte gilt als aktiv. Diese "market-leaders" werden täglich von einem Mitarbeiter der Börse in einer vorgegebenen Reihenfolge aufgerufen. Den Repräsentanten der 19 Firmen, die am Handel im Dubliner Börsensaal teilnehmen, steht es dann frei, im jeweils aufgerufenen Wert Angebot oder Nachfrage laut werden zu lassen. Die Einzelkurse, die sich bei diesem Handelsverfahren ergeben, werden dann im Kursblatt der Irish Administrative Unit veröffentlicht.

Einige der Werte, die in Dublin gehandelt werden, haben in London einen jobber. Bevor ein broker im Dubliner Börsensaal in einem solchen Wert abschließt, muß er sich im Interesse seines Kunden vergewissern, welche Spanne in London gilt, um sicherzustellen, daß der Auftrag des Kunden zum bestmöglichen Kurs ausgeführt wird.

Falls ein broker in einem der knapp 200 Werte handeln möchte, die nicht regelmäßig aufgerufen werden, so kann er jederzeit um den Aufruf dieses Titels bitten und dann versuchen, für seinen Auftrag eine Gegenpartei zu finden.

b) Andere Handelsverfahren ohne jobber

Für das Handelsverfahren ist entscheidend, ob es um

1. zugelassene Werte und um solche nichtzugelassenen Werte geht, in denen grundsätzlich auch ohne Zulassung an der Börse gehandelt werden darf, oder ob
2. andere Werte umgesetzt werden sollen.

Auch für die erste Kategorie gibt es nicht in jedem Fall einen jobber, so daß ein interessierter broker im Börsensaal oder telefonisch in den Büros und unter seinen Kunden herumfragen muß, um eine Gegenpartei zu finden.

In Werten der zweiten Kategorie kann ein broker nur dann ein Geschäft abschließen, wenn jede einzelne Transaktion vom Council der Börse genehmigt worden ist oder ausnahmsweise wenigstens vom Leiter der Zulassungsabteilung. Bei solchen Transaktionen handelt es sich meist um Wertpapiere kleiner einheimischer Gesellschaften. Es ist der Marktkenntnis und der Findigkeit eines broker überlassen, ob er selbst oder über Dritte zu einer Gegenpartei kommt. Es ist auch denkbar, daß er für eigene Rechnung tätig wird. In der Regel sind bei solchen Transaktionen zwei Brokerfirmen eingeschaltet.

III. AUSSERBÖRSLICHE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IM VEREINIGTEN KÖNIGREICH UND IN DER REPUBLIK IRLAND

1. Automated Real-Time Investments Exchange Limited (Ariel)

Rechtlich gesehen ist Ariel lediglich ein "licensed dealer in securities", und Ariel charakterisiert sich dementsprechend selbst als eine neue Brokerfirma in der City, die sich lediglich einer besonders modernen Handelstechnik bedient. Wenn man jedoch unter einer Wertpapierbörse einen Betrieb versteht, der bestimmten Effektenhandelsfirmen den Abschluß von Geschäften wirtschaftlicher gestalten hilft, indem er ihnen standardisierte Verträge und Handelsverfahren zur Verfügung stellt, Informationen über den Marktpreis von Effekten liefert und das Auffinden einer Gegenpartei akzeptabler Bonität erleichtert, dann ist Ariel nicht nur ein broker, sondern eine Börse, wie es der Firmenname impliziert. Gegenüber Börsen im üblichen Sinne unterscheidet sich Ariel allerdings in fünffacher Hinsicht. Erstens ist der Handel nicht in einem Börsensaal zentralisiert. In London erscheint dieser erste Unterschied wenig bedeutsam: Wie oben deutlich wurde, ist der Börsenhandel im Vereinigten Königreich und der Republik Irland nicht nur auf die Händlerversammlungen konzentriert, ein erheblicher Teil des Börsenhandels wird über das Telefon abgewickelt. Zweitens findet der Handel vollkommen anonym und ohne jeden persönlichen Kontakt statt, es gibt nicht einmal mehr den Hörkontakt des Telefonhandels. Drittens verzichtet Ariel, anders als die Stock Exchange, selbst bei Werten einheimischer Emittenten auf ein eigenes Zulassungsverfahren für die gehandelten Werte. Ferner sind die Mitglieder

von Ariel die Anleger selbst, und zwar große institutionelle Anleger, die hauptsächlich Blocktransaktionen vornehmen, und schließlich sind nur einige der Mitglieder auch Aktionäre von Ariel. Einige dieser Unterschiede sind nur graduell und für andere finden sich Vorbilder in der Börsengeschichte, insgesamt bestimmen sie jedoch einen neuen Börsentyp, der sich im vergangenen Jahrzehnt in den Vereinigten Staaten aus dem third market und dem fourth market heraus entwickelte. Ariel baut auf dem amerikanischen System Instinet auf, mit dem es auch weiterhin zusammenarbeitet.

Ariel wurde 1972 gegründet, nahm den Wertpapierhandel im Februar 1974 auf, hatte im September 1975 66 Mitglieder, darunter 17 accepting houses, die das neue System schufen und denen es gehört, ferner 8 weitere Banken, 7 trusts, 13 Pensionsfonds und 21 Versicherungen. Mitglied kann nur werden, wer wenigstens Effekten im Werte von £ 40 Millionen unter Management hat. Diese institutionellen Anleger wickelten bereits vor 1974 in unbekanntem, aber wohl beachtlichem Umfang Transaktionen untereinander ab, ohne Börsenmitglieder einzuschalten, und zwar in Anleihen und Aktien. Auf Wunsch der Bank von England werden im Ariel-System keine Staatsanleihen gehandelt, so daß sich das Geschäft auf Aktien konzentriert. Ariel beschränkt sich auf Titel, die an der Stock Exchange zugelassen sind und bezieht sie nach und nach auf Wunsch der Mitglieder in den Handel ein; das System erfaßt etwa 1.500 Aktien und Anleihen. Die Umsätze von Ariel lagen bei etwa £ 160 Millionen pro Jahr und damit bei 2 % der vergleichbaren Umsätze der Stock Exchange.

Jedes Mitglied hat wenigstens einen Terminal mit Sichtgerät und Drucker. Ein Händler kann damit die letzten vier Kurse und Umsätze eines Wertes abfragen sowie aggregierte Kurs- und Umsatzinformationen der letzten zwei Monate. Gleichzeitig erhält er Angaben über vorliegende Aufträge in diesem Wert. Ferner findet er auf dem Bildschirm Aufträge anderer Mitglieder in verschiedenen Titeln mit Limit- und Mengenangaben, die freilich nicht den Gesamtumfang der gewünschten Transaktion wiedergeben müssen. Diese offen gesendeten Aufträge bleiben häufig nur wenige Minuten gültig, was aus ihrer Eingabe- und Erlöschenszeit abgelesen werden kann. Da für jeden offen gesendeten Auftrag eine Gutschrift über Ƀ 2 erfolgt, die die Mitgliedsgebühr reduziert, besteht ein Anreiz, sich des Systems zu bedienen und die Aufträge für alle Mitglieder sichtbar einzugeben, statt sie still im System zu registrieren, wodurch sie nur Interessenten in dem betreffenden Wert erkenntlich sind.

Will ein Mitglied einen Auftrag akzeptieren, so gibt es die Auftragsnummer und die relevanten Daten ein und akzeptiert. Sein Händler kann auch die Gegenpartei über das System zur Verhandlung auffordern, indem er den Absender der ihn interessierenden Order durch ein akustisches Signal aufmerksam macht und ein Gegengebot eingibt. Wenn immer ein Abschluß zustandekommt, erscheint er auf den Bildschirmen der beteiligten Parteien, und gleichzeitig wird bei ihnen eine Schlußnote ausgedruckt.

Alle Eingaben, selbst die irrtümlichen, und alle Antworten des Systems werden im Kontrollraum der Zentrale chronologisch ausgedruckt, so daß jede Aktivität festgehalten ist und überprüft werden kann. Sollte das System ganz

oder teilweise ausfallen, dann steht in der Zentrale ein erfahrener Wertpapierhändler zur Verfügung, der beabsichtigte Verhandlungen oder Abschlüsse zu Ende führt, indem er sich telefonisch mit den Parteien in Verbindung setzt.

Ariel ist für seine Mitglieder vor allem aus zwei Gründen attraktiv. Erstens sind seine Provisionen erheblich niedriger als die der Börsenmitglieder, die sonst eingeschaltet werden müßten, und außerdem entfallen die Kosten des jobbers. Ariel bietet die Finanzdienstleistung des jobbers, den jederzeitigen Abschluß, nicht an. Wenn immer eine Gegenpartei zur Stelle ist, wird diese Finanzdienstleistung auch nicht gebraucht. Da es sich bei den Aufträgen der Mitglieder von Ariel um Großaufträge handelt, müßte grundsätzlich mit hohen Kosten des sofortigen Abschlusses gerechnet werden. Es sei hier auf die Ausführungen auf S. 22 verwiesen. Die Provisionsersparnis der Mitglieder bei ihren Transaktionen über Ariel reichten aus, um schon im ersten Jahr, in dem Ariel arbeitete, die Entwicklungs- und Anlaufkosten des Systems in Höhe von £ 400.000 wieder hereinzuholen. Zweitens hat die Stock Exchange die Provisionen für Großaufträge im Jahre 1973 gesenkt, um das Interesse der institutionellen Anleger an einer Mitgliedschaft oder wenigstens an der Benutzung von Ariel zu mindern. Auch hierdurch ergeben sich erhebliche indirekte Provisionsersparnisse.

Im Ariel-System gibt es gegenwärtig keine market makers. Sollten sich market makers für Blocktransaktionen finden, so könnten sie ohne weiteres in dem bestehenden Rahmen tätig werden. Allerdings müßten sie ihre Spannen still im System registrieren, da bei offener Sendung der Aufträge eine verwirrende Vielfalt von Geboten auf den Bild-

schirmen erschiene. Anders als die jobbers an der Börse müßten es sich market makers im Ariel-System gefallen lassen, daß andere Teilnehmer Aufträge mit Limits in das System eingeben, die innerhalb der Spannen liegen. Obwohl Ariel ein sehr nützliches Instrument für alle jobbers oder brokers wäre, die Gegengebote für einen Blockauftrag suchen (vgl. oben II 1b), wird es nicht zu diesem Zweck eingesetzt. Die Stock Exchange erlaubt es ihren Mitgliedern nicht, sich der "neuen Börse" zu bedienen.

2. Andere außerbörsliche Segmente

Wegen der Schwierigkeit, im Vereinigten Königreich und in der Republik Irland den börslichen und den außerbörslichen Handel zu trennen - es gibt hier ja einen "börslichen Telefonverkehr" -, seien hier unter börslichem Handel der Handel über Börsenmitglieder und unter außerbörslichem Handel alle Zirkulationsmarkt-Transaktionen ohne Börsenmitglieder verstanden. Es wird allgemein vermutet, daß nur ein Teil des interinstitutionellen Handels über Ariel läuft. Besonders im Bereich der Staatspapiere, in dem Ariel ja nicht tätig ist, werden außerbörsliche Umsätze von Gewicht vorkommen. Daneben sei noch einmal auf die market makers von Eurobonds hingewiesen, die in London ansässig sind.

Es gibt in Großbritannien weit über tausend Gesellschaften, die zwar ihrer Größe nach, nicht jedoch der Streuung ihrer Aktien nach an der Börse gehandelt werden könnten. Üblicherweise werden gelegentliche Umsätze von Börsenmitgliedern mit Einzelgenehmigung des Börsenvorstandes gehandelt (vgl. oben II 2b). Sowie sich ein Handel von gewisser Regel-

mäßigkeit herausbildet, versucht der Börsenvorstand, die Gesellschaft dazu zu bewegen, einen Zulassungsantrag zu stellen. Andernfalls werden den Mitgliedern weitere Transaktionen nicht genehmigt. Nicht zugelassene inländische Gesellschaften stehen damit meist früher oder später vor der Wahl, entweder den Anforderungen der Börse zu entsprechen, d.h. wenigstens 35 % aller Aktien zu streuen und die erheblichen Zulassungsgebühren aufzubringen, oder sie müssen auf die Unterstützung der Börsenmitglieder verzichten. Anders ausgedrückt, ohne Zulassung kann sich grundsätzlich kein Zirkulationsmarkt für ihre Aktien entwickeln.

Hiervon gibt es einige bemerkenswerte Ausnahmen. Im Gegensatz zu Börsenmitgliedern sind manche merchant banks nicht nur bereit, kleinere oder größere Posten gelegentlich im Sinne der bisherigen Aktionäre zu vermitteln, sie treten in einigen Fällen, wo sie von den Zukunftsaussichten überzeugt sind, auch als market makers auf. Eine andere Lösung bietet seit einigen Jahren die Firma M.J.H. Nightingale & Co., ein "licensed dealer in securities". Sie bietet vielversprechenden kleineren und mittleren Gesellschaften ein ganzes Bündel interessanter Finanzdienstleistungen, einen kompletten Zirkulationsmarktservice an, und zwar primär für Aktien, in einigen Fällen aber auch zusätzlich für Anleihen. Die Zusammenarbeit mit dem Emittenten resultiert gewöhnlich daraus, daß der bisherige Aktionärskreis z.B. aus steuerlichen Gründen ein größeres Paket, aber zunächst weniger als 35 % aller Aktien, entweder sofort oder im Laufe von einigen Jahren verkaufen möchte und daher an einem verläßlichen Zirkulationsmarkt interessiert ist, um möglichst hohe Verkaufskurse erzielen zu können.

Entschließt sich ein Unternehmen deshalb zur Zusammenarbeit mit Nightingale, erstellt dieser Marktorganisator als erstes eine umfassende Analyse der Gesellschaft. Entspricht die Gesellschaft den Qualitätsvorstellungen von Nightingale, kommt es zu einer Art Zulassungsvereinbarung, in der sich die Gesellschaft verpflichtet, Nightingale ständig über ihre Lage informiert zu halten. Nightingale wendet sich dann mit seiner Analyse an institutionelle Anleger, um die Aktien zu placieren. Nach diesen ersten Transaktionen ist die Firma stets bereit, als Vermittler - nicht als market maker - weitere Transaktionen zu ermöglichen. Sie hat täglich eine Anzeige in der Times mit den Kursen, Kurs-Gewinn-Verhältnissen und Dividendenrenditen der betreuten Gesellschaften. Darüber hinaus informiert sie regelmäßig die außenstehenden Aktionäre, versucht die Gefahr eines Übernahmeangebots durch die Auswahl der Käufer der Aktien so gering wie möglich zu halten und berät die Gesellschaften. Kurz, sie bietet Emittenten und Anlegern einen umfassenden Zirkulationsmarktservice aus einer Hand, der deutlich andere Qualitätsmerkmale aufweist als der entsprechende Service der Börse und ihrer Mitglieder.

B. SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN DÄNEMARK

I. TEILNEHMER UND WERTE DES DÄNISCHEN ZIRKULATIONSMARKTES

Die einzige Börse in Dänemark ist die Køpenhavns Fondsbørs. Sie hat zwei Abteilungen, die Hauptbörse (Hovedbørsen) und die "Nach"-Börse (Efterbørsen). Gegenwärtig gibt es 33 Börsenmitglieder, die sich auf 24 Mitgliedsfirmen verteilen. Sie werden bei Bedarf vom Wirtschaftsminister bestellt und unterliegen wie die Börse einer besonderen Aufsichtsbehörde des Ministeriums, die jedoch keinen Mitarbeiter hat, der sich ausschließlich mit diesen Aufsichtsaufgaben befaßt. Dennoch macht sich diese Behörde durchaus bemerkbar. Die Aufsichtsbestimmungen sind in den letzten Jahren verschärft worden, nicht zuletzt in Reaktion auf drei Insolvenzfälle in den letzten zehn Jahren. Sie verlangen ein angemessenes Kapital und darüber hinaus den Schutz der Kunden im Insolvenzfall durch eine Versicherung oder einen vergleichbaren Schutz. Die Behörde prüft die Börsenmitglieder regelmäßig. Ferner hat sie kürzlich eine Untersuchung gegen ein Aufsichtsratsmitglied einer Aktiengesellschaft wegen Insider-Trading eingeleitet, obwohl es keine speziellen Vorschriften dagegen gibt. Ihr Vorgehen führte zunächst zum Rücktritt des Aufsichtsratsmitglieds.

Obwohl die Börsenmitglieder und die Börse einem staatlichen Einfluß ausgesetzt sind, ist ihre finanzielle Rechnungslegung der Öffentlichkeit nicht bekannt. Besonders bei Angaben über die Mitgliedsfirmen ist man auf Schätzungen von Fachleuten angewiesen. Danach gibt es 6 größere, 12 - 14 mittlere und 4 - 6 kleinere Mitgliedsfirmen. Nur etwa 10% der Aufträge, die sie ausführen, erhalten sie direkt von ihrer eigenen Anlegerkundschaft. Sie sind provisions- und auch spannenorientiert, da sie grundsätzlich für eigene Rechnung handeln dürfen, freilich nur in solchen Werten, in denen ihnen an einem gegebenen Tag keine ausführbaren Aufträge vorliegen oder vorgelegen haben. Aus dieser Vorschrift des Börsengesetzes vom 7.Juni 1972 ergibt sich, daß die Börsenmitglieder selbst keine Aufträge ihrer Kunden für eigene Rechnung kompensieren dürfen, obwohl allgemein eine außerbörsliche Kompensation von Aufträgen zulässig ist, wenn der Kunde nicht ausdrücklich die Ausführung an der Börse verlangt hat.

Etwa 90% aller Aufträge der Anleger erhalten die Börsenmitglieder indirekt, und zwar hauptsächlich über die Banken, aber auch über die Sparkassen und in ganz geringem Umfang auch von einem Dutzend sogenannter Outsiders, die zwar eine Lizenz als Effektenhändler und Finanzmakler besitzen, aber nicht börsenhandelsberechtigt sind. Die Zubringerinstitute können ebenso wie die Börsenmitglieder Aufträge kompensieren, ohne jedoch ähnlich restriktiven Anlegerschutz-Bestimmungen wie die Börsenmitglieder zu unterliegen. Die Banken betreiben einen regen Wertpapierhandel, auch für eigene Rechnung und ohne die Börsenmitglieder einzuschalten.

Der dänische Effektenhandel wird beherrscht von den langlaufenden Anleihen der Realkreditinstitute, auf die Ende 1973 dem Nominalwert nach fast 90% des Anleihenumlaufs entfielen (1972 88% und 1974 91%). Daneben sind noch staatliche und kommunale Anleihen von einiger Bedeutung, während die Anleihen der Industrie kaum ins Gewicht fallen. Ende 1973 wurden 1395 Anleihen notiert, denen 341 Aktien von rund 250 Emittenten gegenüberstanden (vergleiche Tabelle B-1).

Tabelle B - 1

Umlauf und Zahl börsennotierter dänischer Anleihen und Aktien

Jahres-ende	Anleihen[1]		Aktien		
	Umlauf in Mrd. Dkr. zu Nominalwerten	Anzahl (davon B-Liste)	Umlauf in Mrd. Dkr. zu Nominalwerten (davon Efterbørs)	Kurswerten (davon Efterbørs)	Anzahl (davon Efterbørs)
1970	83,1	1140 (185)	5,1 (0,9)		328 (193)
1971	96,6	1251 (192)	5,5 (0,9)	10,2 (2,9)	309 (168)
1972	112,9	1322 (194)	6,0 (1,0)	20,0 (5,4)	341 (197)
1973	136,1	1345 (230)	8,1 (1,4)	25,9 (9,2)	341 (193)
1974	162,7	1405 (262)	8,6 (1,4)	19,3 (6,0)	319 (177)

1) Ohne ca. 50 - 60 Anleihen, die an der Efterbørs gehandelt werden

Von sechs ausländischen Titeln abgesehen, handelt es sich in allen Fällen um dänische Werte. Diese börsennotierten Wertpapiere umfassen alle Titel, die für einen regelmässigen Handel in Frage kommen. Einen regelmässigen Handel in anderen Anleihen und Aktien als denen zur Börse zugelassenen gibt es nicht, obwohl die Aktien einer großen Zahl von Gesellschaften nicht an der Börse notiert werden. Diese Gesellschaften haben fast ausnahmslos weniger als zehn Aktionäre.

Die Börsenordnung vom 16.November 1972 verpflichtet die Gesellschaften, deren Aktien an der Börse notiert werden, zu fortlaufenden Informationen, die über die gesetzlichen Mindestanforderungen hinausgehen. Es besteht jedoch keine Differenzierung der Publizitätsanforderungen danach, in welchem börslichen Marktsegment die Aktien gehandelt werden. Anläßlich der Zulassung zur Börse wird grundsätzlich ein Prospekt verlangt, und zwar bei Aktien und bei allen Anleihen außer denen von Kreditinstituten unter staatlicher Aufsicht. Allerdings sind gerade diese Institute die wichtigsten Emittenten.

II. BÖRSLICHE SEGMENTE DES DÄNISCHEN ZIRKULATIONSMARKTES

1. Hovedbørsen

Der Handelstechnik der Hauptbörse unterliegen die bedeutenden Aktienwerte und fast alle Anleihen. Heute können grundsätzlich schon Anleihen zur Hovedbørs zugelassen werden, wenn Titel im Nominalwert von Dkr. 500.000 begeben worden sind, wobei aber von der Börseneinführung weiterer Teilschuldverschreibungen dieser Emission ausgegangen wird; das durchschnittliche Emissionsvolumen einer börsennotierten Anleihe beläuft sich auf Dkr. 100 Mill. Bei Aktien müssen wenigstens nominal Dkr. 5 Mill. im Umlauf sein. Außerdem wird gefordert, daß 15% des Aktienkapitals, wenigstens aber Dkr. 2,5 Mio, in den Streubesitz gelangen. Normalerweise erhält eine Aktie zunächst die Zulassung zur Efterbørs. Wenn dort regelmäßig Umsätze zustandekommen, kann die Aktie nach drei Monaten auf Antrag des Emittenten zur Hovedbørs zugelassen werden.

a) Der Handel in Aktien und Anleihen der A-Liste

Für den Handel in Anleihen und Aktien steht jeweils ein Saal zur Verfügung, in dem die Börsenmitglieder oder ihre handelsberechtigten Vertreter Platz nehmen. Ihnen gegenüber, beim Versammlungsleiter, sitzen der Börsensekretär, ein Stenograph und die Vertreter der Nationalbank, einiger Geschäftsbanken und Sparkassen. Ab 10.30 Uhr wird gehandelt, und zwar zu Einzelkursen nach einem deutlich ausgeprägten Auktionsprinzip (vgl. Anhang 2). Der Versammlungsleiter ruft die Werte in der Reihenordnung des Kursblattes auf, wiederholt die höchsten Geldkurse und die niedrigsten Briefkurse, die

im Kreis der Mitglieder laut werden, und stellt Umsätze fest, falls beide Gebote übereinstimmen. Die Schlußeinheit ist in der Regel nominal Dkr. 4.000 für Aktien und nominal Dkr. 20.000 für Anleihen. Geben dann einige Händler durch Handzeichen weitere Kauf- und Verkaufsgebote ab, so markiert der Leiter zusätzliche Abschlüsse zum gerade festgestellten Kurs durch den Ausruf "igen" (wieder). In aller Regel ist ein Umsatz nicht sofort möglich. Wenn aber Geld- und Briefkurs nahe beieinander liegen, ruft der Versammlungsleiter den Geldkurs stufenweise höher und den Briefkurs stufenweise niedriger aus, bis diese geänderten Kauf- bzw. Verkaufsgebote zusammenfallen oder zurückgezogen werden. Während des Handels können die Bankenvertreter, die ja nicht handelsberechtigt sind, den Börsenmitgliedern noch Aufträge signalisieren, die sie ihnen nicht mehr vorbörslich übermitteln konnten. Die Kurse und Nominalumsätze in jedem Wert werden notiert und im Kursblatt veröffentlicht. Das gilt auch für Geld- und Briefkurse, sofern sie bei Aktien nicht mehr als 5, bei Anleihen nicht mehr als 2 Punkte auseinanderliegen.

b) Der Handel in Anleihen der B-Liste

Wie aus Tabelle B-1 ersichtlich ist, werden gut 260 Anleihen auf der B-Liste geführt, die etwa 1% des Anleiheumlaufs repräsentieren. Bis 1972 befanden sich auf der B-Liste auch 18 Aktien, die dann aber der Efterbørs zugewiesen wurden. Auf die B-Liste können solche Anleihen gesetzt werden, von denen weniger als Dkr. 10 Mill. im Umlauf sind und wenn die Ausgabe von Teilschuldverschreibungen dieser Serie seit mehr als zwei Jahren abgeschlossen ist, wenn also deren

Placierung über die Börse als beendet gelten kann, so daß kaum noch mit Umsätzen zu rechnen ist. Die Mehrzahl der dänischen Anleihen wird bekanntlich nicht von den Emittenten, sondern von deren Kreditnehmern in den Börsenhandel eingeführt; die Kreditnehmer der Realkreditinstitute erhalten anstelle von Zahlungsmitteln Teilschuldverschreibungen in Höhe ihres Kredites, die sie dann an der Börse oder außerbörslich zu dem Zeitpunkt verkaufen können, der ihnen am günstigsten erscheint. Dieser Zusammenhang macht übrigens deutlich, daß ein erheblicher Teil der Umsätze in Anleihen der A-Liste nicht dem Zirkulationsmarkt, sondern dem Emissionsmarkt zuzuordnen ist.

Tabelle B - 2

Umsätze der Hovedbørs nominal und in Prozent des Umlaufs

Jahr	Anleihenumsätze		Aktienumsätze	
	Nominal in Mio Dkr.	in % des Umlaufs	Nominal in Mio Dkr.	in % des Umlaufs
1965	2.418	6,1	72	2,9
1966	2.607	5,8	86	3,1
1967	2.796	5,4	89	3,0
1968	3.123	5,1	72	2,2
1969	4.625	6,3	97	2,6
1970	4.458	5,4	95	2,3
1971	6.253	6,5	89	2,0
1972	6.909	6,1	215	4,3
1973	7.419	5,4	394	5,8
1974	10.595	6,5	217	3,0

Die Handelstechnik in diesen Werten ist grundsätzlich identisch mit der für Anleihen der A-Liste. Allerdings werden die Werte der B-Liste regelmäßig nur mittwochs im Anschluß an die A-Liste zum Handel aufgerufen. An anderen Börsentagen werden nur diejenigen B-Listen-Werte gehandelt und notiert, um deren Aufruf bis 10 Uhr des Börsentages beim Börsensekretariat nachgesucht wurde.

2. Efterbørsen

Zur Efterbørs werden die Aktienwerte zugelassen, die nicht oder noch nicht für den Handel der Hovedbørs in Frage kommen. Bereits bei einem Emissionsvolumen von nominal Dkr. 1 Mill. kann ein Titel hier gehandelt werden. An der Efterbørs wird die Mehrzahl der Aktien (177 Ende 1974) notiert. Außerdem werden hier etwa 50 sehr kleine Anleihen gehandelt, aber nur dann notiert, wenn dies vorher beim Börsensekretariat beantragt wurde.

Die zu notierenden Werte sind auf vier Gruppen verteilt. Für jede dieser Gruppen steht eine Tafel zur Verfügung. Auf diesen Tafeln sind die Werte aufgeführt und vor ihnen wird gehandelt. In Gegenwart einer größeren Zahl von Börsenmitgliedern und von Bankenvertretern, die auch hier nicht handelsberechtigt sind, werden diese Gruppen börsentäglich im Anschluß an den hauptbörslichen Aktienhandel nacheinander aufgerufen. Die Mitglieder geben zunächst für die Werte der ersten Gruppe in beliebiger Reihenfolge Geld- und Briefkurse an. Die beiden Mitarbeiter des Versammlungsleiters notieren auf der ersten Tafel diese Geld- und Briefkurse und ersetzen sie, sobald höhere bzw. niedrigere laut werden. Sie vermerken auch Abschlußkurse und Umsätze

auf der Tafel. Sowie die Aktivität etwas nachläßt, kündigt der Versammlungsleiter das nahe Ende des Handels an, schaltet eine Wanduhr ein, die nach 60 Sekunden den noch einmal auflebenden Handel mit einem Klingelzeichen abbricht. Danach werden die übrigen Gruppen auf diese Weise gehandelt. Der Handel einer Gruppe dauert normalerweise 5 - 10 Minuten. Pro Wert sind die Teilnehmer mit etwa 10 Sekunden ihrer Zeit belastet; solche Werte können beim hauptbörslichen Verfahren nicht erreicht werden.

Die Umsätze an der Nachbörse sind sehr bescheiden, wenn man von den neu eingeführten Werten und einzelnen Aktien absieht, die eigentlich der Hauptbörse zuzuordnen wären. Interessant ist jedoch im Zusammenhang dieser Arbeit nicht die absolute Höhe dieser Umsätze, sondern das Gefälle in den Umsätzen der Werte, die für die beiden Verfahren des börslichen Aktienhandels repräsentativ sind. An der Hovedbørs weist ein Titel pro Woche etwa 10 Schlüsse auf, an der Efterbørs weniger als einen Schluß. Auch bei den Spitzenwerten ist das Verhältnis der Umsätze etwa 10 : 1; die Spitzenaktion der Hovedbørs erreichen Umsätze von 10 - 20 Schlußeinheiten pro Tag und durchschnittliche tägliche Umsätze mit einem Kurswert von Dkr. 60.000 - 100.000.

III. AUSSERBÖRSLICHE SEGMENTE DES DÄNISCHEN ZIRKULATIONSMARKTES

Der größere Teil der Umsätze am Zirkulationsmarkt in Dänemark erfolgt außerbörslich. Die Hauptakteure dieses Marktes sind die großen Banken in Kopenhagen. Da keine Stelle systematisch Informationen über den außerbörslichen Handel sammelt, kann man nicht genau sagen, ob Institute in anderen Landesteilen hier eine aktive Rolle spielen. Es ist auch unbekannt, ob und in welchem Umfang institutionelle Anleger ohne Vermittlung von Banken handeln. Selbst die Umsätze dieses Marktsegments können nur grob angegeben werden. Die außerbörslichen Umsätze in Aktien werden auf das Ein- bis Zweifache, die außerbörslichen Umsätze in Anleihen auf das Ein- bis Siebenfache der entsprechenden Börsenumsätze geschätzt. Wenn man bei Anleihen die Emissionstransaktionen berücksichtigt, die sich ja auch stark in den Börsenumsätzen widerspiegeln, dann erscheint das Dreifache der Börsenumsätze für Anleihen eine eher zu niedrige als zu hohe Angabe.

Den außerbörslichen Transaktionen liegen fast ausnahmslos die Börsenkurse des betreffenden Tages zugrunde. Bei den Transaktionen handels es sich teils um Geschäfte der Banken untereinander, teils um Kompensationen, aber auch um Geschäfte in dänischen Eurobonds, in denen die Großbanken als market makers auftregen, um die Abwicklung von Kleinaufträgen und um Blockgeschäfte. Auf die beiden letzten Bereiche soll kurz eingegangen werden.

1. Die Ausführung von Kleinaufträgen

Als Kleinaufträge werden hier solche Aufträge bezeichnet, die auf weniger als eine Schlußeinheit lauten, oder die Teile von Aufträgen, die das Ein- oder Mehrfache eines Schlusses übersteigen (odd lots). Grundsätzlich können auch Kleinaufträge während der Hovedbørs ausgeführt werden; wenn es eine halbe Stunde vor Börsenbeginn verlangt wird, werden sie im Anschluß an den regulären Handel in dem betreffenden Wert aufgerufen. Da dieses Verfahren aufwendig ist, wird es nicht angewendet. In der Regel finden sich die Banken bereit, Kleinposten für eigene Rechnung zum Börsenkurs zu kaufen oder zu verkaufen. Falls für die Transaktion mehrere Börsenkurse in Frage kommen, wählt die Bank denjenigen aus, der ihr für diese Transaktion angemessen erscheint. Da die Börsenkurse, die zur Auswahl stehen, praktisch zum selben Zeitpunkt entstanden sind, weichen sie kaum voneinander ab, es sei denn, der Einfluß eines Großauftrages habe sich ausgewirkt. Außerdem wird ihm ein Kleinmengenzuschlag bzw. -abschlag in Rechnung gestellt. Dem Kunden wird die übliche Provision belastet.

2. Blocktransaktionen

Besonders bei börsennotierten Anleihen kommen häufiger Blocktransaktionen vor. Meist handelt es sich um Verkäufe an Versicherungen und Pensionsfonds, seltener um Geschäfte zwischen Banken. Allen Transaktionen werden grundsätzlich die Börsenkurse zugrunde gelegt. Selbst bei Transaktionen über einige Millionen Kronen sollen die Briefkurse nicht mehr als 25 - 50 Basispunkte über dem Geldkurs liegen,

falls überhaupt vom Börsenkurs abgewichen wird. Die Banken berechnen bei diesen Geschäften die normale Provision. Den Nichtbanken werden keine Sonderkonditionen gewährt, abgesehen von den Börsenmitgliedern, die die halbe Provision zahlen.

Neben Kassageschäften werden auch in gewissem Umfang Termingeschäfte abgeschlossen, und zwar meist in der Weise, daß der Kunde Obligationen zur Lieferung zu einem späteren Zeitpunkt kauft (bis zu 1 - 2 Monaten nach dem Abschluß), wenn die erforderlichen Mittel verfügbar sind. Bei solchen Termingeschäften wird oft ein Aufschlag auf den notierten Börsenkurs in Rechnung gestellt. Die Banken liefern entweder die Obligationen aus eigenem Bestand oder kaufen die Stücke am Kassamarkt.

C. DIE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN DEN NIEDERLANDEN

I. TEILNEHMER UND WERTE

In den Niederlanden gibt es seit 1974 nur noch eine einzige Börse, die Amsterdamse Effectenbeurs (AEB), da die Börsen in Rotterdam und im Haag wegen ihrer geringen Umsätze schlossen. Die Mitglieder der AEB sind in der Vereniging voor de Effectenhandel zusammengeschlossen. Die Vereniging ist ein privatrechtlicher Verein. Ihr gehört die Börse, und ihr Vorstand und ihre Kommissionen erlassen die einschlägigen Bestimmungen und nehmen alle Leitungs- und Aufsichtsfunktionen wahr. Den Mitgliedern der Vereniging ist aufgrund der Börsenverkehrs-Verordnung aus dem Jahre 1947 ein Monopol für die Vermittlung von Effektengeschäften gewährt worden. Das bedeutet jedoch keinen Börsenzwang, da die Mitglieder jederzeit außerbörsliche Geschäfte vermitteln oder für eigene Rechnung abschließen können. Falls eine Effektentransaktion ohne Beteiligung eines Börsenmitgliedes abgeschlossen werden soll, muß sie vom Finanzminister genehmigt werden. Grundsätzlich können alle Mitglieder der AEB für eigene Rechnung handeln und sind daher spannenorientiert. Ihre Haupterträge resultieren aber nicht aus realisierten Spannen, sondern aus Provisionen der Anleger oder anderer Mitglieder. Zu den anlegerprovisionsorientierten Mitgliedern gehören die Banken, die auch den Effektenhandel in ihr Sortiment aufgenommen haben, und die Effektenkommissionäre, die sich ganz überwiegend dem Effektengeschäft widmen. Dagegen sind die sogenannten hoeklieden hauptsächlich mitgliederprovisionsorientiert.

Sie spezialisieren sich auf bestimmte Werte und übernehmen in diesen Papieren die Aufträge der anlegerprovisionsorientierten Mitglieder zur Ausführung. Die hoeklieden haben selbst direkt keinen Kontakt zur Privatkundschaft oder zu institutionellen Anlegern. Für seine Dienste erhält der hoekman die Mitgliederprovision, die ein Zehntel der Anlegerprovision beträgt. Ende 1975 waren 55 der 178 Mitgliedsfirmen der AEB Firmen von hoeklieden, 84 Firmen von Effektenkommissionären und 39 Banken.

Nach dem Börsengesetz von 1914 steht dem Finanzminister die Börsenaufsicht zu, er schöpft jedoch seine Möglichkeiten in diesem Bereich nicht aus, sondern überläßt ihn der Vereeniging. Der Minister muß jede Zulassung eines Wertpapieres zum Börsenhandel entscheiden; er richtete sich hier stets nach der Vorentscheidung der AEB. Das Finanzministerium hat keinen Bediensteten, der sich hauptsächlich mit Fragen des Effektenhandels beschäftigt. Soweit die Mitgliedsfirmen der Aufsicht der Zentralbank unterstehen, müssen sie sich an deren Solvenzvorschriften ausrichten.

An der AEB waren Ende 1974 675 Aktien und 1.459 Anleihen zum Handel zugelassen. Die 297 holländischen Aktien (ohne Investmenttrusts) hatten einen Marktwert von knapp hfl. 29 Mrd., während der Nominalwert der inländischen Anleihen sich auf hfl. 41 Mrd. belief. Die Aktien der 50 größten Aktiengesellschaften repräsentieren 90% des Marktwertes aller zugelassenen Aktien.

Tabelle C - 1

Zahl der an der Amsterdamer Effektenbörse zugelassenen Titel nach Wertpapierarten

Jahr	Anleihen		Aktien		Anteile an Investmenttrusts	insgesamt
	inländ.	ausländ.	inländ.	ausländ.		
1965	958	258	586	319	77	2.198
1966	1.025	261	566	313	74	2.239
1967	1.030	264	545	314	79	2.232
1968	1.073	261	503	310	85	2.232
1969	1.116	252	455	303	87	2.213
1970	1.167	240	412	304	85	2.208
1971	1.229	253	390	298	84	2.140
1972	1.251	191	328	289	81	2.140
1973	1.272	187	309	292	75	2.135
1974	1.289	170	297	303	75	2.134

1974 beliefen sich die Börsenumsätze in inländischen Aktien auf 30% (1973: 39%) ihres Umlaufs, die entsprechende Angabe für inländische Anleihen ist 14%.

Die Bedeutung der inländischen und ausländischen Werte für den Börsenhandel läßt Tabelle C-2 erkennen.

Tabelle C - 2

Börsenumsätze nach Wertpapierarten in den Jahren 1973 und 1974 in Mrd. hfl.

Wertpapierart	Umsätze		prozentualer Anteil am Gesamtumsatz	
	1973	1974	1973	1974
Anleihen				
inländische	6,3	5,7	25%	35%
ausländische	0,3	0,2	1%	1%
Aktien				
inländische	18,0	10,0	70%	61%
ausländische	1,1	0,5	4%	3%
Summe	25,7	16,4	100%	100%

II. BÖRSLICHE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN DEN NIEDERLANDEN

In den meisten Ländern werden die Aufträge der Anleger von den Angestellten der Börsenmitglieder an die Börse gebracht, oder sie werden per Telefon oder per Fernschreiben an die Börsenbüros durchgegeben. Auch in Holland ist das noch weithin üblich. Eine Großbank, die eine der wichtigsten Börsenfirmen ist, verfügt jedoch bereits über ein automatisiertes Orderdispositionssystem. Die Aufträge werden von den Zweigstellen entgegengenommen und in kodierter Form per

Telefon an zwei Eingabestellen des Systems durchgegeben. Das System druckt die Aufträge dann im Börsenbüro der Bank an der AEB aus. Dieses Verfahren, das man in ähnlicher Form auch in anderen Ländern kennt, hat zwei interessante Aspekte, auf die hier exemplarisch eingegangen werden soll.

Erstens ergeben sich für die Bank einige Rationalisierungseffekte. Das System überprüft die Aufträge auf Vollständigkeit und auf Konsistenz, so daß mögliche Fehler noch während des telefonischen Kontaktes mit der zuständigen Zweigstelle korrigiert werden können. Außerdem druckt der Computer die Nummer des zuständigen Börsenhändlers auf den Auftrag, was den Arbeitsablauf im Börsenbüro beschleunigt. Schließlich wird die Ausfertigung von Ausführungsanzeigen und Abrechnungen sehr erleichtert, da Einzelkurse nur noch der einmaligen Auftragsnummer, die das System vergibt, zugeordnet werden müssen, während ein Gesamtkurs einfach allen Aufträgen in einem bestimmten Titel beigegeben wird, die zu diesem Kurs auszuführen waren und deren Limitierung die Ausführung erlaubte.

Zweitens verbessert das System den Schutz der Anleger gegen Realisationsrisiken. Hier ist besonders das Risiko eines besonders raffinierten intertemporalen Kursschnitts zu erwähnen. Beim normalen intertemporalen Kursschnitt erhält der Kunde Abrechnung zu einem ungünstigeren früheren oder späteren Kurs als dem, zu dem sein Auftrag ausgeführt wurde. Bei einer Revision ist es hier u.U. noch möglich festzustellen, daß die Firma zu dem Abrechnungskurs gar kein Börsengeschäft abgeschlossen hat. Bei der raffinierteren Form erfolgt dagegen zunächst eine Effek-

tentransaktion, die dem Kundenauftrag entspricht, dann aber folgen zwei weitere Transaktionen gleichen Umfangs. Angenommen, der Kunde habe kaufen wollen und nach der Ausführung eines seiner Order entsprechenden Kaufauftrags sei der Kurs gestiegen. Dann wird in einer weiteren Transaktion das erste Geschäft glatt gestellt; diese Transaktion und das erste Geschäft übernimmt ein Angestellter für sich oder für einen Dritten. Die dritte Transaktion ist wieder ein Kauf, der dieses Mal - hoffentlich endgültig - für den Kunden erfolgt. Diese Form des intertemporalen Kursschnittes ist bei traditioneller Technik sehr schwer zu unterbinden. Bei der automatischen Orderdisposition können dagegen nur solche Aufträge an die Börse kommen, die einem bestimmten Anleger fest zugeordnet sind. Damit wird diese verfeinerte Form des Kursschnittes den Angestellten in den Zweigstellen unmöglich gemacht.

1. Gesloten Hoeken

Hoek ist die holländische Bezeichnung für die Stellen im Börsensaal, an denen der Handel in bestimmten Werten lokalisiert ist. Ein imaginäres Liniennetz bestimmt 82 Planquadrate und damit diese Märkte oder hoeken. An den "gesloten hoeken" herrscht Hoekman-Zwang. Hier werden die meisten Werte gehandelt. Die hoeklieden - für fast alle Werte gibt es zwei - sammeln alle Aufträge und stellen gemeinsam gegen 12.15 Uhr ein erstes Mal und evtl. auch ein zweites Mal gegen 13.15 Uhr einen Kurs als Gesamtkurs (vgl. Anhang 2) fest, zu dem jeweils der höchste Umsatz erreicht

werden kann, d.h. zu diesem Kurs wird der Markt vollständig oder wenigstens stärker geräumt als bei jedem anderen Kurs. Zu diesem Kurs werden die gesamten vorliegenden Aufträge abgerechnet, sofern ihr Limit die Ausführung erlaubte. Der hoekman ist berechtigt, aber nicht verpflichtet, Spitzen für eigene Rechnung zu geben oder zu nehmen. Zwischen den beiden Gesamtkursen sind Einzelabschlüsse über einen hoekman zum ersten Kurs zulässig.

Falls Umsätze nicht möglich sind, können Geld- oder Briefkurse oder Spannen notiert werden. Sind dagegen zwar Umsätze möglich, ist aber die eine Marktseite stärker als die andere, z.B. ist die Nachfrage zum Gesamtkurs höher als das Angebot, und wird sie vom hoekman nicht abgedeckt, so müssen die Stücke auf die Nachfrager anteilig verteilt werden; jeder Nachfrager muß wenigstens ein Stück bekommen. Diese Vorschrift verringert das Risiko zufälliger oder willkürlicher Nichtbedienung. Jede der gesloten hoeken kann nach der Zustimmung des Notierungskommissars vorübergehend zu einer open hoek werden, falls der Ordereingang rege genug wird, um einen direkten Handel zwischen den Mitgliedern zu tragen (opengaan van gesloten hoeken).

2. Open Hoeken

Die open hoeken sind die Märkte der aktiven Werte, und hier kann jederzeit während der ganzen Börsensitzung von 11.30 bis 13.15 Uhr gehandelt werden. Zu Beginn der Börsenzeit ermittelt der zuständige hoekman wie an den gesloten hoeken einen Gesamtkurs, den Eröffnungskurs. Danach folgt ein Handel zu Einzelkursen. Jedes Börsenmitglied kann Gebote ausrufen und annehmen. Es besteht hier kein Hoekman-Zwang; die Mitglieder dürfen, ohne einen hoekman zu bemühen, direkt miteinander handeln, und die Einzelabschlüsse können vom Eröffnungskurs abweichen. In diesen Handel kann sich auch der hoekman für eigene Rechnung einschalten, aber grundsätzlich nur dann, wenn ihm keine Aufträge mehr vorliegen. Alle Kurse werden im offiziellen Kursblatt veröffentlicht.

III. AUSSERBÖRSLICHE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES

Wie bereits im ersten Abschnitt erwähnt, haben die Mitglieder der Vereniging ein Monopol für das Effektengeschäft. Es besteht ein Kommissionärszwang, wie man in den Niederlanden sagt; treffender wäre wohl Börsenmitgliedszwang, um klarzustellen, daß der börsliche und der außerbörsliche Handel in den Händen desselben Personenkreises liegen. Die Segmentierung ist in den Niederlanden daher auch keine Frage des Wettbewerbs, sondern eine Frage der Zweckmäßigkeit.

1. Außerbörslicher Handel in den börsennotierten Werten

Wenn der Kunde es nicht anders wünscht, werden Aufträge in börsennotierten Werten an der Börse ausgeführt. Die Börsenmitglieder dürfen solche Aufträge grundsätzlich nicht kompensieren; sie brauchen dem hoekman für kompensierbare Aufträge auch nur die halbe Mitgliedsprovision zu zahlen. Obwohl also die Kompensation keine Rolle für den außerbörslichen Handel spielt, gibt es durchaus außerbörsliche Transaktionen in börsennotierten Werten. An erster Stelle zu nennen ist der nachbörsliche Verkehr in ausländischen und internationalen Werten, der besonders ausgeprägt ist, da die AEB bereits um 13.15 Uhr schließt, während z.B. die Londoner Börse erst 15.30 Uhr endet und New York im Sommer erst um 15 Uhr MEZ öffnet. Freilich gibt es auch in den rein inländischen Börsenwerten vor- und nachbörsliche Geschäfte. Zweitens sind Blocktransaktionen zu erwähnen, die i.d.R. außerbörslich vorbereitet und ausgeführt werden. Gegenwärtig werden neue Vorschriften erarbeitet,

die einen Schutz der Aufträge an der Börse vor Nichtbedienung bei Blockgeschäften bringen sollen. Drittens werden Prämien- und Optionsgeschäfte in börsennotierten Titeln außerbörslich abgeschlossen. (Die AEB plan z.Zt. einen börslichen Optionshandel nach amerikanischem Vorbild).

2. Außerbörslicher Handel in nicht börsennotierten Werten

Der Vereniging erscheint es offenbar unzweckmäßig, solche Titel auch nur dem börslichen Handel durch Kollektivabschlüsse zu Gesamtkursen zu unterwerfen, wenn ihr Umlauf in den Niederlanden einen Marktwert von weniger als hfl. 500.000 hat. Trotzdem gibt es in gewissem Umfang Umsätze in solchen Titeln. Eine Reihe von Werten könnte zwar zum Börsenhandel zugelassen werden, doch haben deren Emittenten bisher davon abgesehen, die Zulassung zu beantragen. Diese Werte spielen für den Telefonhandel in inländischen Titeln die größere Rolle. Es dürfte etwa tausend incourante Anleihen und Aktien geben.

Die Büros zweier Mitgliedsfirmen vermitteln die Maße der Geschäfte in inländischen nicht börsennotierten ("incouranten") Werten. Diese beiden "incourante kantoren" beziehen Aktien grundsätzlich erst dann in ihren Vermittlungsservice ein, wenn die Emittentin sich an sie wendet, ihre Jahresabschlüsse vorlegt und einen gewissen Anteil des Aktienkapitals dem Markt zur Verfügung stellt. Obwohl alle Geschäfte mit den beiden Firmen über eine Bank oder über einen Effektenkommissionär erfüllt werden müssen, nehmen sie auch direkt von Anlegern Aufträge herein und verhandeln direkt mit ihnen.

Das erklärt sich aus ihrem Bemühen, mit möglichst vielen potentiellen Käufern und Verkäufern incouranter Werte in direktem Kontakt zu stehen und sie in den Kundenkarteien zu erfassen. Wenn ein Auftrag eingeht, liegt meist weder ein passender Gegenauftrag vor, noch kann mit dem Eingang eines Gegengebotes gerechnet werden. Daher sprechen die Vermittlungsbüros gewöhnlich telefonisch verschiedene potentielle Kontrahenten an, bis ein Abschluß zustande kommt. Der Handel findet nicht nur in der Börsenzeit, sondern während der üblichen Geschäftsstunden statt.

Die Börsenmitglieder unterliegen hinsichtlich der incouranten Werte nicht dem Provisionsreglement der Vereiniging und verlangen eine höhere Provision, da die Vermittlungsarbeit bei "incouranten" Werten aufwendiger ist als bei "couranten". Die Umsätze notieren die beiden spezialisierten Firmen in ihren Kursblättern, die einmal pro Woche in der Finanzpresse erscheinen.

Abschließend sei noch auf das Marktsegment der Eurosecurities hingewiesen. In Amsterdam gibt es einige market makers für diese Werte, besonders für Gulden-Eurobonds. Hier sind in erster Linie die holländischen Großbanken zu nennen.

D. DIE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN DER BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND

I. TEILNEHMER UND WERTE

In Deutschland bestehen gegenwärtig acht Börsen. Frankfurt und Düsseldorf sind die wichtigsten Plätze; gefolgt von München und Hamburg, während Berlin, Stuttgart, Bremen und Hannover weniger bedeutend sind. Dieser Tatbestand wird bereits aus Tabelle D - 1 ersichtlich, in der die Zahlen der Mitgliedsfirmen Ende 1973 wiedergegeben werden.

Tabelle D - 1

Mitgliedsfirmen deutscher Börsen

Art der Firma	Berlin	Bremen	Düsseldorf	Frankfurt	Hamburg	Hannover	München	Stuttgart
Banken	32	17	69	103	85	19	44	33
Freimakler	11	--	16	21	6	--	3	--
Kursmakler	8	1	17	21	17	3	8	4

Tabelle D - 1 macht die überragende Bedeutung der Banken als Börsenmitglieder nur ungenügend deutlich. Zwar ist im Gegensatz zu den anderen Firmen eine größere Zahl von Banken, die an verschiedenen Börsen zugelassen sind, mehrfach erfaßt. Jedoch entspricht die Zahl der handelsberechtigten Mitglieder

bei den Banken im Gegensatz zu den Maklerfirmen höchstens im einen oder anderen Fall der Zahl der Firmen, im Durchschnitt aber etwa ihrem Fünffachen. Die Mitgliedsbanken haben auch deshalb besonderes Gewicht, weil sie - von Ausnahmen abgesehen - die einzigen anlegerprovisionsorientierten Mitglieder stellen, während die Makler mitgliederprovisionsorientiert sind. Alle Mitglieder dürfen auch für eigene Rechnung handeln, Kursmakler allerdings nur dann, wenn Aufträge sonst nicht ausgeführt werden könnten.

Da es in Deutschland keinerlei Funktionsmonopole im Effektenhandel gibt - abgesehen von besonderen Aufgaben der Kursmakler und einiger Freimakler bei der Kursermittlung - können außer den Börsenmitgliedern auch andere Personen jederzeit in Effekten handeln. In erster Linie sind hier die über 6.000 Kreditinstitute zu nennen, von denen die meisten eine gewisse Bedeutung wenigstens als Zubringer von Aufträgen haben. Etwa 300 Kreditinstitute sind im Effektengeschäft besonders aktiv, und einige wenige sind außerbörslich als market makers tätig. Neben den Banken beschäftigen sich aber auch einige andere Unternehmen mit dem Effektenhandel, besonders mit dem Vertrieb ausländischer Werte. Diese Vertriebs- und Vermittlungsfirmen unterliegen nicht wie die Kreditinstitute der Bankaufsicht des Bundes, unter die sonst jeder fällt, der das Effektengeschäft in eigenem Namen in einer Weise betreibt, die einen kaufmännisch eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert.

Die Börsen unterliegen der Aufsicht der Länder. Die Finanz- oder Wirtschaftsminister der Länder, in denen eine Börse gelegen ist, haben in sechs Fällen einen Staatskommissar zur Börsenaufsicht ernannt. Der Staatskommissar hat aber

meist nur eine beratende und berichtende Funktion. Lediglich in München hat er im Bereich der Kursmakler - die allgemein der zuständige Minister bestellt und beaufsichtigt - das Recht, Disziplinarstrafen zu verhängen. Von diesem Recht ist aber noch nie Gebrauch gemacht worden.

Seit 1972 gibt es bei den Börsen Prüfungskommissionen, die im Interesse der am Effektenhandel interessierten Kreise die Selbstaufsicht stärken und Verstöße gegen die Insider-Empfehlungen überprüfen sollen. Es sei hier darauf hingewiesen, daß der deutsche Insider-Begriff weiter ist als der in anderen Ländern: Ein Verstoß gegen die Insider-Empfehlungen liegt nicht nur beim Ausnutzen von Informationen über die Geschäftslage eines Emittenten vor, sondern auch beim Ausnutzen der Kurseffekte von Falschinformationen, z.B. durch den Herausgeber eines Beratungsdienstes, sowie beim Ausnutzen von Informationen über Aufträge, z.B. durch Mitlaufen. Bisher haben nur ganz wenige Verfahren vor den Prüfungskommissionen stattgefunden, in denen keine Verstöße nachgewiesen wurden.

Rund 5 Millionen der 21 Millionen privater Haushalte besitzen Wertpapiere. Sie halten rund 20% der Anleihen und Aktien inländischer Emittenten. Bei Anleihen haben die Banken mit gut 40% des Umlaufs eine besondere Stellung, während ein gleich hoher Anteil von Aktien vermutlich als Dauerbesitz von öffentlichen und privaten Aktionären gehalten wird und damit für die Zirkulation ausscheidet (Tabelle D-2, letzte Spalte). Die Bedeutung der institutionellen Anleger hat in den letzten Jahren zugenommen, ohne daß ihnen eine dominierende Rolle zugewachsen ist. Am wichtigsten für den Zirkulationsmarkt sind nach den Banken die Versicherungen bei Anleihen und die Investmentfonds bei Aktien; der Anteil der Investmentfonds an den Aktienumsätzen wird auf 15% geschätzt.

Tabelle D - 2

Prozentuale Anteile verschiedener Anlegergruppen am Effektenumlauf nach Nominalwerten zum Jahresende 1970, 1972 und 1974

Anleger-gruppe	. Anteile am Umlauf von					
	Anleihen inländischer Emittenten			Aktien inländischer Emittenten		
	1970	1972	1974	1970	1972	1974
Privatpersonen	19,8	20,8	21,5	22,0	18,2	17,2
Banken	47,3	42,1	41,3		8,0	7,9
Investmentfonds	2,1	2,8	2,8	1,8	2,4	2,8
Versicherungen	10,1	10,1	10,9	2,2	2,2	2,2
sonstige Unternehmen	4,3	3,9	3,5	13,6	13,0	14,4
Sozialversicherung	4,6	4,4	3,1	0	0	0
sonst.öffentl. Haushalte	1,9	1,3	1,0	7,4	7,2	6,7
sonst.inländ. juristische Personen	2,1	2,0	2,1	1,3	1,1	1,2
Ausländer	2,5	6,2	7,5	5,1	6,1	5,3
nicht aufgliederbarer Rest	5,3	6,4	6,3		41,8	42,3

Gegenwärtig werden an den deutschen Börsen insgesamt ungefähr 530 inländische und 130 ausländische Aktien gehandelt. Tabelle D - 3 zeigt die Verteilung auf die einzelnen Börsen zum Jahresende 1973, wobei zu berücksichtigen ist, daß Mehrfachzulassungen häufig vorkommen.

Tabelle D - 3

Zahl der auf den verschiedenen Marktsegmenten gehandelten Aktien an den einzelnen deutschen Effektenbörsen per 31.12.1973

	Berlin	Bremen	Düsseldorf	Frankfurt	Hamburg	Hannover	München	Stuttgart
1. Deutsche Aktien	241	53	210	267	168	84	182	104
davon im								
a) variablen Verkehr	85	39	78	85	140	54	58	32
b) Einheitsmarkt	128	--	103	118	--	--	101	48
c) geregelten Freiverkehr	28	14	29	64	28	30	23	24
2. Ausländ. Aktien	7	--	48	124	23	--	14	--
davon im								
a) variablen Verkehr	6	--	39	82	23	--	14	--
b) Einheitsmarkt	1	--	9	14	--	--	--	--
c) geregelten Freiverkehr	-	--	--	28	--	--	--	--
Aktien gesamt	248	53	258	391	191	84	196	104

Von den inländischen Aktien werden 23 an allen Börsen zu Einzelkursen ("variabel") gehandelt, ihr Marktwert beläuft sich auf 43% des Marktwertes aller börsennotierten Aktien (Ende 1973: DM 120 Mrd.). Dagegen betrug der Anteil der 118 Werte, die ausschließlich im geregelten Freiverkehr gehandelt wurden, weniger als 10% des gesamten Umlaufs zu Kurswerten.

Der Marktwert aller inländischen und ausländischen Aktien in der Bundesrepublik belief sich Ende 1973 auf DM 247 Mrd., dem ein gleichgroßer Nominalwert an umlaufenden inländischen und ausländischen Anleihen gegenüberstand. An der Frankfurter Börse waren 1973 3.275 inländische und 286 ausländische Anleihen zugelassen, in Düsseldorf 1965 inländische Anleihen mit einem Nominalwert von DM 125 Mrd. und 187 ausländische Anleihen (Marktwert DM 20 Mrd.). Die Bedeutung der Aktien und Anleihen für die Umsätze an den deutschen Börsen geht aus Tabelle D - 4 hervor.

Tabelle D - 4

Umsätze an den deutschen Börsen im Jahre 1973 in Mrd. DM Kurswert (und in Prozent der Gesamtumsätze)

Börsen	insgesamt	Aktien		Anleihen	
		inländ.	ausländ.	inländ.	ausländ.
alle Börsen ohne Berlin	38,2 (100)	19,0 (100)	1,2 (100)	13,5 (100)	4,5 (100)
Frankfurt	16,7 (44)	6,8 (36)	0,8 (67)	5,5 (41)	3,6 (80)
Düsseldorf	13,2 (35)	6,8 (36)	0,2 (25)	5,5 (41)	0,6 (13)
5 Börsen	7,8 (21)	5,4 (28)	0,1 (8)	2,5 (18)	0,3 (7)

II. BÖRSLICHE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN DER BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND

An den deutschen Börsen ist zwischen dem amtlichen Handel und dem geregelten Freiverkehr zu unterscheiden. Diese Unterscheidung ist besonders für einen ausländischen Beobachter verwirrend, da der Handel sich in beiden Fällen in den Börsensälen abspielt, da der Teilnehmerkreis fast identisch ist und da - sieht man die deutschen Börsen zusammen - sich selbst die gehandelten Werte weitgehend überschneiden. Obwohl natürlich auch im geregelten Freiverkehr Kurse zustandekommen, werden nicht sie notiert, sondern lediglich Spannen, zu denen kein Anspruch auf Ausführung besteht. Dagegen werden im amtlichen Verkehr unter bestimmten Voraussetzungen die Abschlußkurse festgestellt und notiert, und zu diesen Kursen, oder auch wenn es sich nur um Geld- oder Briefkurse handelt, besteht grundsätzlich ein Anspruch auf Ausführung. Solche amtlichen Kurse, die nur für zum Börsenhandel zugelassene Papiere festgestellt werden dürfen, haben eine besondere rechtliche Bedeutung, die keinem anderen Börsen- oder Marktpreis zukommt: Sie begründen das Selbsteintrittsrecht des Effektenkommissionärs. Die deutschen Banken nehmen als Effektenkommissionäre dieses Recht, Aufträge von Kunden gegen die eigene Position zum Börsenkurs auszuführen und dennoch die üblichen Provisionen und Spesen zu berechnen, gemäß ihren Geschäftsbedingungen regelmäßig in Anspruch. Der Selbsteintritt stellt ihnen frei, ob und wie sie ein Deckungsgeschäft abschließen, und er beschränkt ihre Auskunftspflichten gegenüber dem Kunden. Allein in dieser Beschränkung liegt heute beim Handel von Aktien die praktische Bedeutung des Selbsteintrittsrechts, da sich die Banken im Jahre 1968 verpflichtet haben, alle Aufträge in Aktien, die zum amtlichen Handel zugelassen sind, über die Börse zu leiten, es sei denn, daß eine andere ausdrückliche Weisung des Kunden vorliegt ("freiwilliger Börsenzwang").

1. Der amtliche Handel

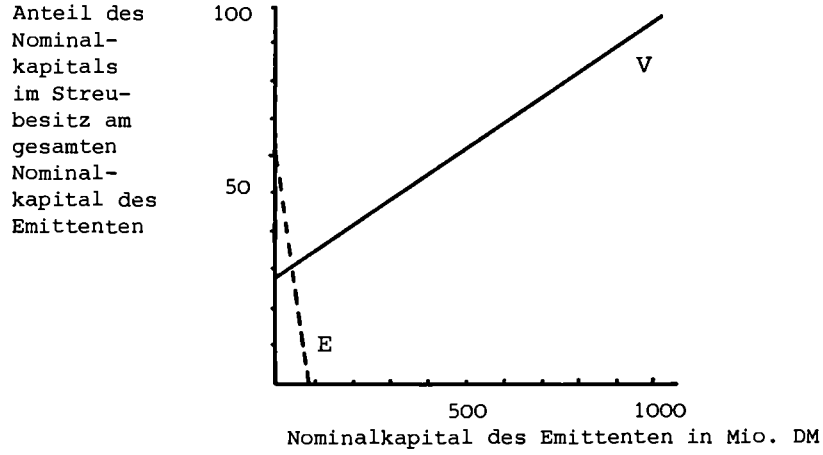
a) Der Kassahandel zu fortlaufenden Kursen

Dieses Marktsegment wird auch als Handel mit fortlaufenden oder variablen Notierungen oder kurz als variabler Verkehr bezeichnet. Hier wird ein Kurs nur dann notiert, wenn Mindestschlußeinheiten umgesetzt werden, die bei Aktien in der Regel 50 Stück betragen. Gegenstand des Handels sind bestimmte Aktien und einige wenige Wandel- und Optionsanleihen, an den norddeutschen Plätzen Hamburg, Bremen und Hannover alle von den Zulassungsstellen zugelassenen Aktien. Sieht man von ausländischen Werten einmal ab, dann lassen die Börsenvorstände der fünf anderen deutschen Börsen grundsätzlich nur solche Aktien zum variablen Verkehr zu, in denen nachweislich ein Bedürfnis zum fortlaufenden Handel besteht, anders ausgedrückt, in denen regelmäßig während der ganzen Börsenzeit größere Aufträge eingehen. Die Streuung und das Nominalkapital amtlich zugelassener inländischer Aktien, die an mehreren deutschen Börsen gehandelt werden, zeigt Abb. 2. Aktien, die an einer der fünf genannten Börsen variabel gehandelt werden, sind in Abb. 2 der Kategorie V zugeordnet, alle anderen der Kategorie E.

Üblicherweise verlangt der Börsenvorstand, daß eine Mitgliedsbank einen Antrag auf Zulassung eines Titels zum variablen Verkehr stellt. Von dieser Bank wird dann erwartet, daß sie sich für die eingehenden Aufträge in diesem Wert als Gegenpartei bereithält, d. h. in gewissem Rahmen eine Art Market-maker-Funktion übernimmt. Die Zahl der zum variablen Verkehr zugelassenen Aktien ergibt sich aus Tabelle D - 3.

Abb. 2

Streuung und Nominalkapital der an mehreren Börsen gehandelten deutschen Aktien



E Aktien, die nur zu Einheitskursen amtlich notiert werden (Regressionslinie)

V Aktien, die im variablen Verkehr amtlich notiert werden (Regressionslinie)

Der Handel zu variablen Kursen zerfällt in eine Kollektivverhandlung zu Beginn der Börsensitzung, in der ein Gesamtkurs - der Erste Kurs oder Eröffnungskurs - festgestellt wird, und in die darauffolgenden individuellen Abschlüsse zu Einzelkursen. Jedem der Kursmakler sind bestimmte Werte zugewiesen, in denen er von den Mitgliedsbanken Aufträge entgegennimmt. Er stellt die Kauf- und Verkaufsaufträge, soweit sie über Schlußeinheiten lauten, einander gegenüber und errechnet den Kurs, zu dem sich Angebot und Nachfrage ausgleichen. Diesen Kurs gibt er interessierten Händlern, die sich an seiner Schranke eingefunden haben, bekannt und nimmt von ihnen noch Aufträge entgegen; der Kursmakler

kann sich auch entscheiden, einen Nachfrage- oder Angebotsüberhang für eigene Rechnung abzudecken (Übernehmen der "Spitze"). Der Gleichgewichtskurs, der sich daraufhin ergibt wird als Eröffnungskurs notiert. Obwohl in diesem Marktsegment die umsatzstärksten Aktien gehandelt werden, wird sehr häufig als Eröffnungskurs nur ein Geldkurs notiert.

Im Handel zu Einzelkursen gibt es verschiedene Varianten, die Mitglieder können ihre Aufträge dem Kursmakler oder einem Freimakler überlassen, so daß er den Auftrag am Markt bereithält, wenn sich eine Gegenpartei zeigt. Besonders die Freimakler stellen sich oft auch selbst als Gegenpartei zur Verfügung. Ferner kann der Kursmakler sich ausgleichende Aufträge eines Mitglieds kompensieren und den Kompensationskurs notieren. Schließlich handeln die Mitglieder häufig untereinander, ohne den Kursmakler einzuschalten. Sie haben dann aber keinen Anspruch darauf, daß ihr Kurs notiert wird, nur in Hamburg müssen die Kursmakler auf den Wunsch eines Mitglieds hin auch solche Kurse notieren, wenn sie marktgerecht sind. Es ist dieser Handel zu Einzelkursen, der das Erscheinungsbild des deutschen Börsenhandels prägt und ihm Farbe gibt. In einem typischen Wert dieses Segments wird an den vier führenden Börsen zusammen durchschnittlich etwa 1 Million Mark pro Börsentag umgesetzt.

b) Der Kassahandel zu Einheitskursen

Auf diesem Marktsegment werden zwei Gruppen von Aufträgen ausgeführt: zum einen alle Aufträge in den Werten, die zwar zum Börsenhandel, aber nicht zum variablen Verkehr zugelassen sind, zum anderen alle Kleinaufträge in den zum variablen Verkehr zugelassenen Aktien. Es werden also alle börsennotierten Titel hier, und zwar grundsätzlich nur einmal pro Börsentag, umgesetzt. Nur solche Werte können in diesem Marktsegment gehandelt werden, deren Umlauf

wenigstens DM 500.000 nominal beträgt. Die Aufträge werden dem zuständigen Kursmakler aufgegeben, der dann wie bei der Ermittlung des Eröffnungskurses im variablen Verkehr einen Gesamtkurs bestimmt. Dieser Kurs wird "Einheitskurs" genannt. Es kommt durchaus vor, daß sich am Stand des Kursmaklers keine Interessenten einfinden. Allein die bereits vorliegenden Aufträge und unter Umständen die Übernahme von Spitzen durch den Kursmakler bestimmen dann den Kurs. Häufig schalten sich in den Kursfeststellungsprozess aber ein oder mehrere Bankenvertreter ein. Nur sehr selten nehmen aber so viele Händler aktiv an der Kursfeststellung teil, daß von einer Konkurrenz um die Übernahme der Spitzen gesprochen werden könnte. Das ist auch kaum möglich, da die Einheitskurse für Hunderte von Anleihen und Aktien innerhalb etwa einer halben Stunde ermittelt werden. Einen starken Einfluß auf den Kurs hat gewöhnlich der Vertreter der kurspflegenden Bank, insbesondere der Vertreter der Bundesbank auf die Kurse der Anleihen des Bundes und seiner Sondervermögen.

Wenn in einem Wert erhebliche Kursänderungen gegenüber dem Vorkurs zu erwarten sind, wird in jedem Fall versucht, einen größeren Händlerkreis für die Kursfeststellung zu interessieren. Erwartet ein Kursmakler bei Aktien aufgrund der vorliegenden Aufträge Kursänderungen von 5-10%, dann muß er die Börsenhändler durch Anschreiben eines Pluszeichens oder Minuszeichens auf die besondere Situation aufmerksam machen (bei mehr als 10%: Doppelplus oder Doppelminus). Bei Anleihen sind die entsprechenden Sätze 1 und 2%. In allen derartigen Fällen wirkt ein aufsichtsführendes Mitglied des Börsenvorstandes an der Kursfest-

stellung mit. Es liegt bei ihm, ob und zu welchem Kurs Abschlüsse erfolgen oder ob der Handel in dem betreffenden Wert ausgesetzt wird. Dieses Verfahren bei erheblichen Kursänderungen wird auch im variablen Verkehr angewandt. Für Titel mit Kursen bis zu 5 DM bestehen an einigen Plätzen Sonderregelungen.

Während an den deutschen Börsen die Gesamtkurse noch handschriftlich im Maklerbuch errechnet werden, sind besonders die nachgelagerten Arbeiten bereits weitgehend automatisiert. Die Daten der abgeschlossenen Geschäfte werden über Terminals im Börsensaal von den Maklern oder ihren Angestellten in ein Datenverarbeitungssystem eingegeben. Das System druckt die Schlußnoten für die ausgeführten Aufträge aus und verwendet die eingegebenen Daten unter anderem zur Vorbereitung und Durchführung der Belieferung und Abrechnung der Geschäfte. Selbst die Kursblätter werden auf der Basis der Eingaben der Makler vollautomatisch gedruckt. Gegenwärtig wird daran gearbeitet, die Eingabe der Orderdaten nicht erst beim Kursmakler vorzunehmen, sondern direkt in den Zweigstellen der Börsenmitglieder. Die jeweils von mehreren Börsen gemeinsam betriebenen und miteinander verbundenen Datenverarbeitungssysteme kommen selbstverständlich auch dem variablen Verkehr zugute. Um sie dem außerbörslichen Verkehr nutzbar zu machen und um z.B. Schlußnoten im eigenen Haus abrufen zu können, werden zunehmend auch außerhalb der Börsensäle Terminals installiert. Darüber hinaus ist man gegenwärtig bemüht, auch platzüberschreitende Transaktionen in die automatisierte Geschäftsabwicklung an den einzelnen Börsen mit einzubeziehen.

2. Der nichtamtliche Handel

a) Der Kassahandel in amtlich nicht notierten Aktien und Anleihen (geregelter Freiverkehr)

Obwohl der geregelte Freiverkehr in den Börsensälen stattfindet und hier als ein börsliches Marktsegment betrachtet wird, unterliegt er weder der Börsenaufsicht, noch ist der Börsenvorstand für ihn zuständig. Die Leitung des Kassahandels in diesem Segment liegt an jedem Börsenplatz in den Händen eines "Ausschusses für Geschäfte in amtlich nicht notierten Werten", der auch die Entscheidung darüber trifft, welche Werte in den geregelten Freiverkehr "einbezogen" (nicht: "zugelassen") werden sollen. Bei den Kassawerten handelt es sich hierbei um drei Gruppen: Erstens um Werte, die an einer oder mehreren auswärtigen Börsen zugelassen sind und für die ein Handelsbedürfnis besteht. Zweitens werden hier Werte gehandelt, die zwar zum Börsenhandel zugelassen werden könnten, deren Emittenten aber wegen der im Vergleich zur "Einbeziehung" höheren Gebühren und sonstigen Kosten der Börsenzulassung davon absehen. Die dritte Gruppe schließlich umfaßt die Werte, die nicht für den Börsenhandel in Frage kommen, sei es weil Bedenken hinsichtlich des Standing des Emittenten bestehen, sei es weil das Emissionsvolumen zu klein oder die Laufzeit festverzinslicher Titel zu kurz ist. An der Frankfurter Wertpapierbörse waren Ende 1973 von den 331 festverzinslichen Wertpapieren im geregelten Freiverkehr 165 Kassenobligationen. Gewöhnlich werden die Freiverkehrsausschüsse auf den Antrag eines Emittenten hin tätig, sie beziehen aber mitunter selbst ohne dessen Zustimmung einen Wert in den Handel ein, wenn die Umsätze es gebieten; Einbeziehungsgebühren fallen dann nicht an.

Im geregelten Freiverkehr wird meist zu Einzelkursen gehandelt, teils fortlaufend, wie in Hamburg, teils rufen ein oder mehrere Freimakler - Kursmakler sind an der Börse auf den amtlichen Handel beschränkt - die Freiverkehrswerte auf. Gleichgültig, ob Einzelabschlüsse zustande kommen oder nicht, der Freimakler wird versuchen, Spannen zu fixieren, die für die Marktlage repräsentativ sind, und die Spannen notieren. Sie werden im Kursblatt oder in einer Anlage dazu veröffentlicht. Diese Spannen können fest sein, wenn tatsächlich Aufträge beim Freimakler liegen oder wenn er für eigene Rechnung Geld- und Briefkurse nennt, sie können aber auch nur die Grenzen beschreiben, innerhalb derer die Einzelkurse tatsächlich gelegen haben oder vermutlich hätten liegen können. Ein Anspruch auf Ausführung unlimitierter Kauf- oder Verkaufsaufträge zum Brief- bzw. Geldkurs besteht daher nicht.

b) Optionshandel

Seit dem 1.Juli 1970 werden in Deutschland Kauf- und Verkaufsoptionen mit drei verschiedenen Fristen gehandelt. Handelsberechtigt sind nur die von der zuständigen Lombard- oder Liquidationskasse anerkannten Börsenmitglieder. Der Handel beschränkt sich auf 45 umsatzstarke Aktien deutscher und niederländischer Emittenten, die weitgehend mit den Titeln identisch sind, für welche die vier größten deutschen Börsen täglich die Zahl der umgesetzten Stücke veröffentlichen. Der Bundesfinanzminister und die Börsenvorstände bestimmen die Optionswerte im Einvernehmen mit den Emittenten.

Die Aufsicht über den Optionshandel liegt beim Börsenvorstand, der auch die Bedingungen dieses Handels festlegt.

Somit tritt hier der Börsenvorstand an die Stelle des Freiverkehrsausschusses. Obwohl im Gegensatz zum geregelten Freiverkehr nicht nur die Zulassung der Teilnehmer, sondern auch die Zulassung der Titel amtlich erfolgen und die Aufsicht ausschließlich bei einem Börsenorgan liegt, unterbleibt eine amtliche Kursfeststellung. Der Optionshandel wird daher gewöhnlich als Segment zwischen dem amtlichen Handel und dem geregelten Freiverkehr qualifiziert.

Üblicherweise werden Optionswerte eine halbe Stunde nach Börsenbeginn von einem Freimakler aufgerufen. Wie bei den Kassageschäften im geregelten Freiverkehr werden dann - möglichst aufgrund von Einzelkursen - Spannen festgesetzt (oder auch nur Geld- oder Briefkurse), die keinen Ausführungsanspruch begründen. Wie im Kassasegment des geregelten Freiverkehrs werden Geschäfte nicht nur während des Aufrufes, sondern während der ganzen Börsenzeit abgeschlossen. Es gelten die Schlußeinheiten des variablen Verkehrs. Die bescheidenen Umsätze im Optionshandel sind auf Frankfurt und Düsseldorf konzentriert; hier wurden 1973 18.738 bzw. 5.664 Optionsgeschäfte abgeschlossen, d.h. 2 - 3 Schlüsse pro Wert und Börsentag.

III. DIE AUSSERBÖRSLICHEN SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN DER BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND

Wie bereits erwähnt, besteht in Deutschland seit 1968 ein begrenzter freiwilliger Börsenzwang; die Banken haben sich in ihren Geschäftsbedingungen verpflichtet, die Aufträge der Kunden in amtlich notierten Aktien grundsätzlich über die Börse zu leiten. Damit sind die vor 1968 üblichen Kompensationen von Aufträgen in diesen Aktien fast ausnahmslos entfallen, während bei Rentenwerten nach wie vor gelegentlich Kompensationen auftreten. Auch alle anderen außerbörslichen Zirkulationsmarkttransaktionen wurden durch diesen Börsenzwang nicht eingeschränkt. Der außerbörsliche Verkehr läßt sich einteilen in einen außerbörslichen Handel von amtlich notierten oder in den geregelten Freiverkehr einbezogenen Werten und in den Handel in allen anderen Werten.

Im außerbörslichen Verkehr in börsengängigen Werten sind die Umsätze in festverzinslichen Titeln am bedeutendsten. Sie sollen das Zehnfache der Rentenumsätze an den Börsen betragen. Etwa 20 Banken haben sich als market makers in in- und ausländischen Anleihen etabliert. Andere Häuser beschränken sich auf die Vermittlung und den gelegentlichen Eigenhandel. Besonders ins Gewicht fällt der Handel von Blockposten zwischen den Kreditinstituten und mit institutionellen Anlegern. Der Wettbewerb auf dem außerbörslichen Rentenmarkt ist sehr intensiv, Großmengenzuschläge oder -abschläge sind in aller Regel nicht durchzusetzen. Auch das Blockgeschäft in Aktien - vom Umfang her nicht sehr erheblich - spielt sich meist außerhalb der Börsen ab. Neben den Kompensationen und den eben genannten außerbörslichen Geschäften in Anleihen und dem

Blockgeschäft in Aktien hat der vor- und nachbörsliche Handel in den Aktienwerten der börslichen Segmente eine gewisse Bedeutung. An ihm beteiligen sich hauptsächlich Banken, aber auch Freimakler und Kursmakler und gelegentlich selbst Anleger. Es ist ein Telefonhandel nach Börsenusancen. Im wesentlichen werden hier bei Börsenschluß verbliebene Positionen glattgestellt. Außerdem spielen Umsätze in Nebenwerten eine Rolle und Transaktionen, die durch unerwartete Informationen ausgelöst werden. Zum Teil dient dieser Handel schließlich der Arbitrage mit ausländischen Plätzen.

Der Handel in weder amtlich notierten noch in den geregelten Freiverkehr einbezogenen Werten, insbesondere soweit es dabei um deutsche und ausländische Aktien und um die Erwerbsansprüche auf junge Aktien geht, wird gewöhnlich als "ungeregelter Freiverkehr" oder - noch weniger treffend - als Telefonverkehr bezeichnet. Eine Reihe dieser nicht börsengängigen Werte, vor allem Anteile an Investmentfonds und Auslandswerte, kann man täglich im Telefonhandel umsetzen. Mitunter werden auch Abschlüsse in "Telefonwerten" im Börsensaal geduldet. Einige Banken haben sich einen Namen als Vermittler und Händler in selten gehandelten deutschen Aktien gemacht; sie verteilen täglich Listen mit den Kauf- und Verkaufsgeboten ihrer Spezialwerte. Teilweise nehmen sie auch Nonvaleurs in diese Listen auf. An manchen Börsenplätzen wurden Vereinigungen der Händler von Telefonwerten gebildet, die täglich Preislisten mit den Spannen dieser Werte veröffentlichen. Der ungeregelte Freiverkehr zeigt an einigen Plätzen auch insofern Elemente kooperativer Marktorganisation, als der örtliche Freiverkehrsausschuß (vgl. S. 109)

bestimmt, welche Titel gehandelt werden dürfen. Schließlich sei noch auf den Bereich des Zirkulationsmarktes hingewiesen, in dem gewöhnlich keine Kreditinstitute tätig sind und in dem sich einzelne Anleger und Promoter ausländischer Firmen mit Zeitungsanzeigen und Anschriftenlisten um den Absatz von Effekten bemühen.

E. DIE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN BELGIEN

I. TEILNEHMER UND WERTE

In Belgien bestehen vier Effektenbörsen, und zwar in Brüssel, Antwerpen, Lüttich und Gent. Jede Börse führt eine Liste der Agents de change und der Agents de change correspondant, die an ihr zugelassen sind. Nach diesen Listen hat die Börse in Brüssel etwa 350 Mitglieder, die in Antwerpen 150, die in Lüttich und in Gent je 40 Mitglieder. Die Agents de change dürfen sich nur dem Effekten- und Devisengeschäft widmen. Sie sind primär anlegerprovisionsorientiert, können aber durchaus für eigene Rechnung Geschäfte abschließen. Um Interessenkonflikten vorzubeugen, dürfen sie jedoch Aufträge nicht durch Selbsteintritt ausführen. Nur die Agents de change und ihre Vertreter dürfen an der Börse handeln. Die Agents haben sich teils in Personengesellschaften zusammengeschlossen, teils arbeiten sie als Einzelkaufleute; in Brüssel gibt es rund 250 Börsenfirmen. Knapp zehn sind relativ groß - die größte Firma beschäftigt 180 Personen und betreiben das Effektengeschäft in voller Breite. 50 Firmen mittlerer Größe verfügen über ungefähr zehn Mitarbeiter. Die anderen Börsenfirmen sind klein, Einmannbetriebe sind nicht selten.

Von den Agents de change zu unterscheiden sind die Agents de change correspondant. Ihr Geschäftssitz muß außerhalb eines Bannkreises von 25 Kilometern um den Börsenplatz herum liegen. Sie sind hauptsächlich als Zubringer von Aufträgen für die handelsberechtigten Börsenmitglieder tätig und bekommen im allgemeinen die Hälfte der Anleger-

provision vergütet. Es ist aber auch durchaus möglich, daß man an einem Börsenplatz als Agent de change und zugleich an einem oder mehreren anderen Plätzen als Agent de change correspondant zugelassen ist.

Neben dem Börsenhandelsmonopol haben die Agents de change in Belgien das Monopol zur Entgegennahme von Aufträgen für den Effektenhandel, das sie sich allerdings nicht nur mit ihren Korrespondenten, sondern auch mit den Banken teilen müssen. Da Börsenaufträge weder kompensiert noch durch Selbsteintritt ausgeführt werden dürfen, werden sie alle an die Börse geleitet. Da die Banken dort nicht handeln können, müssen sie die Aufträge einem Agent de change zur Ausführung übergeben, der dafür zwei Drittel der Provision erhält. Agents, ihre Korrespondenten und die Banken haben ferner das Monopol zum außerbörslichen Abschluß von Zirkulationsmarktgeschäften in Effekten, abgesehen von Übernahmeangeboten, gelegentlichen Transaktionen zwischen Anlegern und Effektengeschäften über Beträge von Bfrs. 10 Millionen und mehr.

An jeder der vier belgischen Börsen gibt es eine commission de la bourse. Sie ist zuerst Standesvertretung der Agents de change und der Agents de change correspondant. Beide werden von ihr zugelassen und beaufsichtigt. Die commission de la bourse ist aber auch Börsenvorstand, sie leitet die Börse, und die Mitglieder der Kommissionen übernehmen wichtige Selbstverwaltungsaufgaben. Die vier Kommissionen unterstehen der Aufsicht eines vom Finanzminister ernannten Staatskommissars, der mit beratender Stimme an allen Sitzungen der Börsengremien teilnehmen kann.

Im Gegensatz zu den anderen belgischen Börsen veröffentlicht die Brüsseler Börse sehr ausführliche Statistiken über die Monatsumsätze in den aktiveren Werten. Für die Terminhandelswerte gibt sie sogar die Tagesumsätze im Kursblatt an. Trotzdem ist es nicht leicht, sich einen Überblick über die Zahl der Werte in den verschiedenen Wertpapierkategorien und ihre Bedeutung nach Umsatz und Umlauf zu verschaffen. Ende 1973 waren 816 Titel zum Handel an der Börse in Brüssel zugelassen, davon waren 352 Anleihen (327 inländische und 25 ausländische) und 464 Aktien (324 inländische und 140 ausländische). Ende 1975 waren es 782 Titel, 346 Anleihen, 287 belgische und 149 ausländische Aktien. In Antwerpen wurde hauptsächlich eine größere Zahl in Brüssel notierter Werte gehandelt und zusätzlich zwanzig bis dreißig Lokalwerte. Für die beiden anderen Börsen gilt ähnliches in noch deutlich geringerem Maße. Lediglich die Börse von Brüssel veröffentlicht ihre Umsätze, so daß man nicht genau sagen kann, wie gering die Bedeutung der drei anderen Börsen ist.

Tabelle E - 1

Umsätze und Umlauf von Effekten der Brüsseler Börse
- in Mrd. Bfrs. -

	1970	1972	1973	1974	1975
Nominalumsätze in inländischen öffentlichen Anleihen (in allen Anleihen)	25 (·)	19 (·)	30 (32)	43 (44)	50 (51)
Umsätze in inländischen und ausländischen Effekten privater Emittenten (in allen Aktien)	28 (·)	49 (·)	67 (66)	46 (45)	51 (50)
Umlauf der zugelassenen belgischen Aktien zum Jahresende (Zahl d. Emittenten)	302 (·)	415 (332)	424 (321)	306 (·)	364 (·)
Umlauf der zugelassenen belgischen Anleihen zum Jahresende zu Nominalwerten			708	779	918

II. BÖRSLICHE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN BELGIEN

Charakteristisch für die Brüsseler und die Antwerpener Börse ist der Ausruf errechneter Gesamtkurse, um damit allen Börsenmitgliedern Gelegenheit zu bieten, diese vorläufigen Kurse durch zusätzliche Gebote zu korrigieren. Je mehr Händler an diesem Prozeß teilnehmen, desto besser sind die Kurse von der Marktorganisation her abgesichert. Deshalb werden die Gesamtkurse der verschiedenen Märkte nacheinander festgestellt. Man beginnt in Brüssel um 12.30 Uhr mit den Terminwerten, ruft ab 12.50 die Titel des Corbeillemarktes auf, ab 13.10 Uhr die des Parketmarkt, und für 13.30 Uhr ist der tägliche Handel in nichtzugelassenen Titeln vorgesehen, die vierzehntäglichen Versteigerungen solcher Titel sind für den Nachmittag angesetzt. An den beiden anderen Börsen in Gent und in Lüttich erfolgen im allgemeinen nur Umsätze auf der Basis der Brüsseler Notiz, die per Telefon oder mit Hilfe eines Börseninformationsdienstes erfragt wird.

In Brüssel gibt es aus der Sicht des Handels zwei Kategorien von Titeln, die reinen Kassawerte und die Termin- und Kassawerte. Bei den reinen Kassawerten sind die Umsätze in der Regel gering; man faßt alle Aufträge zusammen, um überhaupt regelmäßig Kurse auf einer ausreichenden Umsatzbasis feststellen zu können. Bei den anderen Titeln sind die Umsätze ausreichend, um kleine Aufträge wie anderswo von den größeren zu trennen. Den Markt, auf dem die größeren Aufträge ausgeführt werden, versucht man dadurch zu verbreitern, daß man ihn als Terminmarkt ausgestaltet. Auch die an sich nicht am Termingeschäft interessierten Anleger werden schon wegen der niedrigeren Provisionssätze für Terminaufträge den

Terminmarkt benutzen, sofern ihre Aufträge groß genug sind. Zu diesen Aufträgen kommen die Aufträge der speziell am Terminhandel Interessierten hinzu; einen Anhaltspunkt für ihre Bedeutung mag man darin sehen, daß etwa 35 % der Termingeschäfte prolongiert werden.

1. Der Terminmarkt

In Belgien wird am Terminmarkt per medio und per ultimo gehandelt, man hat also 24 Erfüllungstermine pro Jahr. Wegen des überdurchschnittlichen Umfangs der Termintransaktionen, der Möglichkeit einer erheblichen Kumulation von Verbindlichkeiten aus Termingeschäften und wegen des spezifischen Wertänderungsrisikos von Terminpositionen müssen an die Teilnehmer am Terminhandel besonders hohe Anforderungen gestellt werden. Deshalb sind in Belgien nicht alle Agents de change zum Terminhandel berechtigt, sondern nur Agents mit verantwortlicher Börsenhandelserfahrung von mehr als drei Jahren und mit wenigstens durchschnittlicher Kapitalausstattung; nur sie können in das Liquidationskooperativ aufgenommen und damit zum Terminhandel zugelassen werden. Dem Kooperativ gehören gegenwärtig 175 Agents an. - Die Agents übermitteln ihre Aufträge zum Terminhandel grundsätzlich vor Beginn der Börsensitzung dem Notierungsservice der Börse. Für jeden Terminwert werden die Kauf- und Verkaufsorders in einen Computer eingegeben, der sie einander gegenüberstellt und der den Vortagskurs sowie den Kurs kennzeichnet, zu dem der Markt geräumt werden kann. Nach 12.15 Uhr druckt der Computer diese Gegenüberstellungen für jeden Wert aus, die als Grundlage der Kursfeststellung dienen. Die Agents können aber auch ihre Auf-

träge behalten und evtl. vor der Kursfeststellung untereinander Abschlüsse zum noch unbekannten Eröffnungskurs vornehmen. Der Eröffnungskurs wird in einer Kollektivverhandlung unter Leitung eines Notierungskommissars (commissaire aux criées) fixiert. Der Börsenvorstand hat etwa 40 Agents de change zu solchen Kommissaren ernannt, die teils selbst Mitglied dieses Gremiums sind. Ein Kommissar erhält weder Provisionsanteile noch irgendeine andere Vergütung für seine Tätigkeit. Jeder der Notierungskommissare ruft seine Werte nacheinander auf. Bei jedem Wert nimmt er zunächst weitere Aufträge von den versammelten Händlern entgegen. Oft kommen keine neuen Aufträge mehr herein, so daß er von dem errechneten Kurs auf dem Computerausdruck ausgehen kann. Aufgrund dieser Ausgangslage erklärt er dann, ob der Eröffnungskurs über oder unter dem letzten notierten Kurs liegen wird. Von diesem Moment an nimmt er nur noch Verkaufsaufträge entgegen, wenn er einen höheren Kurs erwartet, und im umgekehrten Fall nur noch Kauforders. Sowie ihm keine Aufträge mehr zugerufen werden, setzt er den Kurs fest, bei dem sich Angebot und Nachfrage ausgleichen oder fast ausgleichen; im zweiten Fall werden auf der größeren Seite die zu berücksichtigenden Aufträge nach einer Zufallsreihenfolge ausgewählt, die der Börsenvorstand im voraus für jeden Börsentag festlegt.

Nachdem in einer solchen Kollektivverhandlung ein Gesamtkurs für jeden Wert als Eröffnungskurs notiert worden ist, können die Agents weitere Aufträge aufgeben. Ohnehin liegen regelmäßig noch Kauf- und Verkaufsaufträge vor, die niedriger bzw. höher limitiert sind als der Eröffnungskurs und die deshalb nicht ausgeführt werden

konnten. Die nahe am Kurs limitierten Aufträge werden mit Limit und Menge unter dem Eröffnungskurs auf große Tafeln über den Ständen der Notierungskommissars geschrieben, so daß jeder die nächstgünstigsten Abschlußmöglichkeiten vor Augen hat. Neu hereinkommende Aufträge werden nachgetragen. Diese Besonderheit erleichtert die Arbitrage und andere sofortige Verkäufe unter sowie sofortige Käufe über dem Eröffnungskurs. Es wird hier ganz besonders deutlich, daß umfangreiche Bestände an limitierten Aufträgen einen market maker ersetzen können. Wenn sich nun Einzelabschlüsse ergeben, werden die erledigten Aufträge gestrichen, die Einzelkurse angeschrieben und im Kursblatt in chronologischer Reihenfolge notiert. Am Terminmarkt kommen auch Einzelabschlüsse von Prämiengeschäften vor, die ebenfalls notiert werden; wenn überhaupt, ergeben sich an einem Tag nur wenige solcher Abschlüsse.

Die Schlußeinheit am Terminmarkt ist für die einzelnen Werte verschieden auf eine runde Stückzahl mit einem Kurswert von etwa Bfrs. 50.000 festgesetzt. Der durchschnittliche Tagesumsatz in den 90 Terminwerten ist im Terminhandel etwa dreimal so hoch wie im Kassahandel; wie erwähnt, werden Aufträge über geringere Mengen als eine Schlußeinheit in diesen Werten per Kasse gehandelt, und zwar auf dem Corbeille-Markt. Über die Hälfte der Terminwerte sind ausländische Aktien; sie bringen etwa die Hälfte der Terminhandelsumsätze.

2. Der Kassamarkt

Auch am Kassamarkt leiten verschiedene Notierungskommissare den Handel, und sie stellen in einer Kollektivverhandlung für jeden Wert einen Gesamtkurs fest. Als Unterlage dient auch hier wieder ein Formular, das der Computer vorbereitet hat, auf dem aber keine Kauf- und Verkaufsaufträge, sondern nur der letzte notierte Kurs und der Kurs angegeben sind, zu dem sich die vorliegenden Aufträge ausgleichen. Im folgenden wird besonders auf die speziellen Formen der Kollektivverhandlungen auf dem Kassamarkt der Brüsseler Effektenbörse eingegangen.

a) Der Marché des Corbeilles (Corbeillemarkt)

Da die Commission de la bourse in Brüssel dem Corbeillemarkt 1976 ungefähr 180 neue Werte zugewiesen hat, werden dort nun rund 300 Titel gehandelt, hauptsächlich ausländische Aktien, aber auch etwa 70 belgische Aktien und eine Reihe von Wandelanleihen. Die Aufträge werden hier nicht dem Notierungsservice, sondern einem sogenannten specialiste aufgegeben. Eine größere Zahl von Agents wirkt als specialiste. Sie werden dazu nicht ausgesucht oder ernannt, vielmehr übernehmen sie diese Tätigkeit aus eigener Initiative. Sie bringt wie die des Notierungskommissars keine zusätzlichen Provisionen, sondern nur Einblick in die Marktlage und die Verpflichtung, Spitzen im Normalfall für eigene Rechnung abzudecken. Eine Firma ist specialiste in rund 120 Titeln. Der specialiste vermerkt den von ihm ermittelten Gleichgewichtskurs auf dem Computerformular, reicht es dem zuständigen Kommissar ein, der diesen Kurs ausruft. Kommen weitere Aufträge zum Kurs herein, kann der specialiste wiederum die Spitze ausgleichen oder einen anderen Kurs vorschlagen u.s.f., bis ein Eröffnungskurs feststeht. In Ausnahmefällen kann Angebot oder Nachfrage rationiert werden.

Danach können während der ganzen Börsenzeit Einzelkurse notiert werden. Es sind bestimmte Mindestumsätze erforderlich, damit es zu einer Notiz kommt, und zwar insgesamt zwei Einheiten beim Eröffnungskurs und eine bei jedem Einzelabschluß. Werden diese Mindestmengen nicht umgesetzt, kann der Notierungsausschuß (Comité de cotation) in begründeten Fällen dennoch eine Notiz erlauben. Diese Schlußeinheiten betragen die Hälfte der Mindestschlüsse am Terminmarkt. Einzelabschlüsse werden im allgemeinen mit dem specialiste vereinbart, sie sind jedoch sehr viel seltener als am Terminmarkt. Während dort gewöhnlich in mehr als der Hälfte der Werte Einzelkurse vorkommen, findet man sie am Corbeillemarkt kaum einmal in einem Zehntel der hier gehandelten Werte. Die maximale Kursänderung eines Titels gegenüber dem Vortag beträgt am Corbeillemarkt 10 %. Allerdings gilt diese Beschränkung nur für reine Kassawerte. Läge der Gleichgewichtskurs nun außerhalb dieser Spanne, wird nur ein Geldkurs oder ein Briefkurs notiert. Der specialiste muß sich verpflichten, zu diesem Kurs bis zum Mittag des nächsten Tages zwei Schlußeinheiten zu nehmen bzw. zu geben (cours modifié argent, C.M.A.; cours modifié papier, C.M.P.). Die erlaubte Kursänderung des nächsten Tages wird dann auf der Basis des C.M.A. oder C.M.P. bestimmt. Obwohl eine solche Notiz praktisch eine Aussetzung des Handels bedeutet, ist ein außerbörslicher Handel möglich.

b) Der Markt für inländische öffentliche Anleihen

Fast dreihundert Titel werden auf diesem Marktsegment gehandelt. Das Handelsverfahren ist hier nicht von der Börse, sondern vom Finanzminister vorgeschrieben. Das Marktgeschehen wird vom staatlichen Rat des Rentenfonds kontrolliert, der für Offenmarkttransaktionen und für die Kursstabilisierung öffentlicher Anleihen zuständig ist. Dieser Rat bestimmt auch die Agents de change, die die Aufträge in solchen Anleihen sammeln. Der Rat kann die sich aus der Auftragslage ergebenden Kurse notieren lassen oder einen Kurs durch Intervention fixieren. Es wird stets nur ein Kurs pro Tag in jedem Wert notiert.

c) Der Marché du Parquet (Parketmarkt)

Alle die Werte, die zwar zum Börsenhandel zugelassen sind, aber nicht auf den bisher genannten Marktsegmenten gehandelt werden, sind dem Parketmarkt zugeordnet, gegenwärtig etwa 200 Titel, meist belgische Aktien und Industrieobligationen. Es wird hier täglich nur ein einziger Kurs notiert, der wie am Corbeillemarkt in einer Kollektivverhandlung als Gesamtkurs ermittelt wird. Ihm muß ein Umsatz von etwa Bfrs. 10.000 zugrundeliegen. Die Kursveränderungen dürfen hier von Tag zu Tag bei Aktien nur 5 % betragen, bei Anleihen 2 % und bei Wandelanleihen 5 %, wenn die zugehörige Aktie am Parketmarkt, oder 10 %, wenn sie am Corbeillemarkt notiert wird. Deshalb kommt es hier nicht selten lediglich zu Geld- oder Briefkursen (C.M.A., C.M.P.).

d) Der börsliche Markt für nicht zugelassene Werte

Für einige Titel besteht ein Umsatzbedürfnis, obwohl für sie die Börsenzulassung nicht beantragt worden ist. Die Börsenkommission nimmt schriftliche Anträge zum Verkauf solcher Werte entgegen. Sie gibt dann eine Woche vor den Transaktionen in einem Katalog die Zahl oder den Nennwert, die Bezeichnung und den letzten Kurs derjenigen Werte bekannt, die ihr für den börslichen Verkauf geeignet erscheinen. Diese Titel werden alle zwei Wochen in einer besonderen Börsensitzung an einem oder mehreren Nachmittagen versteigert (ventes publiques). Ab Januar 1977 werden diese Versteigerungen sogar wöchentlich stattfinden. Nach wie vor sollen auf der ersten Versteigerung des Monats Obligationen und Aktien umgesetzt werden, während die anderen Termine Obligationen vorbehalten sind. Die bei den Versteigerungen erzielten Umsätze kommen durchaus an die Börsenumsätze eines Tages in zugelassenen Werten heran. Oft werden mehrere hundert in- und ausländische Titel angeboten. In bescheidenerem Umfang gibt es die ventes publiques auch an anderen belgischen Börsen.

In einem guten Dutzend verschiedener Titel finden solche Transaktionen auch täglich statt, und zwar im wesentlichen nach den Usancen des Parketmarkt (ventes publiques supplementaires). Diese Werte werden um 13.30 Uhr aufgerufen. Ihre Kurse werden am Ende des Kursblatts veröffentlicht.

III. AUSSERBÖRSLICHE MARKTSEGMENTE

Wie unter I. bereits erwähnt, müssen die Banken und Agents grundsätzlich alle Aufträge in börsennotierten Werten an die Börse weiterleiten. Wenn kein Auftrag erteilt wird, sind unter bestimmten Voraussetzungen außerbörsliche Effektengeschäfte rechtlich zulässig. In der Regel muß dann eine Bank oder ein Agent als Gegenpartei auftreten oder wenigstens die Schlußnote ausstellen.

Bei belgischen Anleihen sind die Banken regelmäßig zu Transaktionen bereit, da sie ohnehin selbst große Bestände dieser Titel halten. Allerdings haben gerade hier die Agents de change und die Agents de change correspondant ein Beurkundungsmonopol bei Zirkulationsmarkt-Geschäften bis zu Nominalbeträgen von Bfrs. 10 Millionen. Die Banken sind daher primär an größeren Transaktionen interessiert. Auch bei anderen Anleihen, insbesondere bei Eurobonds, kommen Banken regelmäßig als Gegenpartei in Frage. Hier brauchen sie grundsätzlich keinen Agent zu bemühen. Obwohl die Bestände an Eurobonds durch Währungsrisiken limitiert werden, stehen die Banken auch zu sehr großen Transaktionen in diesen Titeln als Gegenpartei zur Verfügung.

Bei Aktien ist die Stellung der Banken auf dem außerbörslichen Markt schwächer, da sie nur ganz kurzfristig Positionen in Aktien halten dürfen. Gleichwohl werden sie von den Anlegern häufig in Aktientransaktionen eingeschaltet. In vielen dieser Fälle kann der Auftrag des Kunden nur an einer ausländischen Börse ausgeführt werden, in anderen wird der belgische außerbörsliche Markt benutzt. Wie die meisten Börsenfirmen stellen sich die Banken hier lediglich zwischen den Kunden und eine der größeren Agent-de-change-Firmen, die sich auf bestimmte Titel

spezialisiert haben. Diese Firmen vermitteln üblicherweise Geschäfte und halten auch Positionen in den Werten, die sie betreuen, seien es nun unnotierte belgische oder ausländische Aktien. Besonders einige Auslandsaktien werden außerbörslich rege umgesetzt.

Eine vom Umsatz her möglicherweise noch wichtigere Rolle dürften Blockgeschäfte in belgischen Aktien spielen. Auch hier sind einige Häuser, insbesondere Banken, für ihre Erfahrung und ihre Möglichkeiten bekannt, solche Geschäfte in die Wege zu leiten. Im allgemeinen führt die Anfrage eines Interessenten zu zwei oder drei Kontakten. Wird dabei eine Gegenpartei gefunden, nimmt die Bank die Titel für eigene Rechnung herein und verkauft sie gleich wieder. Obwohl es keine Statistiken gibt, bestehen gewisse Anhaltspunkte dafür, daß im außerbörslichen Blockgeschäft und besonders im Geschäft in Anleihen im Vergleich zum Börsenhandel möglicherweise beachtliche Umsätze vorkommen.

F. DIE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IM GROSSHERZOGTUM LUXEMBURG

I. TEILNEHMER UND WERTE

Die einzige Börse des Landes ist die Effektenbörse in Luxemburg, die 1928 als Aktiengesellschaft gegründet wurde und die in den letzten beiden Jahrzehnten als Markt internationaler Werte erheblich an Bedeutung gewonnen hat. Die Börse hatte zum Jahresende 1974 26 Mitgliedsfirmen, die als Agents de change agrées en Bourse bezeichnet werden. Diese Mitglieder sind wie in Belgien provisions- und spannenorientiert, im Gegensatz zu den Agents de change in Frankreich und Italien, denen der Eigenhandel prinzipiell verboten ist. Bei den Mitgliedern handelt es sich um einheimische Banken und um die Luxemburger Niederlassungen ausländischer Banken und Brokerfirmen. Die Zahl der Mitglieder hat sich in den letzten Jahren kontinuierlich erhöht. Ende 1976 hatte die Börse 32 Mitglieder, fünf davon waren Brokerfirmen, die anderen Banken. Einige der rund 80 Banken in Luxemburg betreiben das Effektengeschäft ausschließlich außerbörslich. Der Effektenhandel unterliegt der staatlichen Bankenaufsicht. Ein Beamter des Finanzministeriums ist als Staatskommissar für die Aufsicht der Börse zuständig. Wie an anderen Börsen sind es jedoch primär die Mitglieder der zuständigen Börsengremien, die den Handel überwachen.

Der Zahl der gehandelten Werte nach überwiegen die Eurobonds. Die Entwicklung der Zahl der gehandelten Werte ergibt sich aus Tabelle F - 1.

Tabelle F - 1

Zahl der an der Luxemburger Börse notierten Effekten
(jeweils zum Jahresende)

Wertpapierart	1969	1971	1973	1974	Anteil in % für 1974
Anleihen					
inländische	46	45	47	44	5
ausländische	361	509	630	667	77
Aktien					
inländische	23	24	24	24	3
ausländische	36	55	51	55	6
Anteile von Investmentfonds	90	91	90	80	8
Insgesamt	556	724	842	870	100

Außer den in Tabelle F-1 angegebenen Titeln wird ein gutes Dutzend warrants auf Aktien ausländischer Emittenten an der Börse notiert. Da die Börse weder aggregierte Angaben über den Umlauf noch Umsatzangaben veröffentlicht, ist es sehr schwierig, die Bedeutung der einzelnen Kategorien für den börslichen Zirkulationsmarkt zu präzisieren. Die umsatzstärksten Werte scheinen die Anleihen in luxemburgischen, belgischen und französischen Franken und in "Rechnungseinheiten" zu sein, von den Umsätzen her fallen aber auch die Aktien der luxemburgischen Stahlindustrie und der multinationalen Gesellschaften des Benelux-Raumes sowie die Anteile einiger bedeutender Investmentfonds ins Gewicht. Der Umlauf der börsennotierten Anleihen betrug 1973 etwa ₰ 15 Mrd. bei ausländischen und ₰ 0,5 Mrd. bei inländischen Titeln.

II. BÖRSLICHE MARKTSEGMENTE IN LUXEMBURG

1. Der gegenwärtige Handel an der Luxemburger Börse

Die Börse hat in Luxemburg das Monopol für die Kursnotierung und Kurspublikation. Es werden nur Kassageschäfte abgeschlossen. Ein Kurs kann nur dann notiert werden, wenn wenigstens zehn Stück umgesetzt werden oder wenn der Wert der Transaktion mindestens Flux 5.000 beträgt. Während die Repräsentanten der Mitgliedsfirmen von 11 bis 13 Uhr im Börsensaal versammelt sind, kann es in jedem zugelassenen Wertpapier zu Gesamt- und zu Einzelkursen und damit zu offiziellen Notierungen kommen.

Am wichtigsten ist der Handel zum Eröffnungskurs, der prinzipiell ein Gesamtkurs ist (vgl. Anhang 2). Die einzelnen Werte werden am Anleihen- oder am Aktienring nacheinander aufgerufen. Die Repräsentanten der Mitgliedsfirmen geben dann an, ob sie kaufen oder verkaufen wollen. Die interessierten Parteien handeln öffentlich den Kurs aus, zu dem alle oder wenigstens die meisten Aufträge ausgeführt werden können. Wegen der geringen Umsätze in vielen Werten kommt es nun häufig vor, daß nur zwei Mitglieder zu diesem Kurs abschließen oder daß nur ein Mitglied kompensierbare Aufträge in den Handel einbringt. Auch dann kommt ein Eröffnungskurs zustande. Jeder Eröffnungskurs wird laut aufgerufen, bevor er notiert wird. Oft sind nur Käufer oder Verkäufer am Markt, so daß ein Geld- bzw. ein Briefkurs notiert wird.

Nachdem der Eröffnungskurs eines Titels festgestellt worden ist, kann dieser Wert durchaus auf Wunsch noch einmal oder wiederholt aufgerufen werden. Es werden dann in aller Regel

keine Kollektivabschlüsse, sondern nur Einzelabschlüsse zustandekommen, die dann ebenfalls notiert werden, oder nur Geld- oder Briefkurse, falls sich keine Gegenpartei findet. Ein zweiter Aufruf ist selten; in der Regel kommt nur ein Eröffnungskurs zustande. Auch hier ist eine börsliche Kompensation von Aufträgen möglich, an der nur eine Mitgliedsfirma beteiligt ist und nicht zwei wie im Normalfall. Ihr Repräsentant ruft seine Absicht zu kompensieren laut aus. Andere Händler können sich einschalten, so daß es möglicherweise zu normalen Einzelabschlüssen kommt. Auch eine teilweise Beteiligung eines anderen Händlers ist denkbar, besonders dann, wenn die beiden Aufträge der kompensierenden Firma auf eine unterschiedliche Stückzahl lauten. Der kompensierende Händler muß dem Notierungskommissar stets die Transaktion begründen.

2. Ventes publiques

Nach belgischem Vorbild sieht das Reglement der Luxemburger Börse Geschäfte in nicht notierten Werten vor. Sie haben jedoch bei weitem nicht die Bedeutung wie in Belgien. Es gibt jedes Jahr nur einige wenige ventes publiques in unregelmäßigen Abständen. Meist löst ein Nachlaßfall den Antrag eines Börsenmitglieds aus, die nicht notierten, meist luxemburgischen Wertpapiere im Nachlaß zu versteigern. Die Versteigerung erfolgt dann durch einen Gerichtsvollzieher während der Börsenzeit und im Börsensaal.

3. Der Handel im geplanten Eurex-System

Wie aus Tabelle F-1 deutlich wurde, sind an der Luxemburger Börse hauptsächlich ausländische oder genauer internationale Titel zugelassen. Diese Werte werden gewöhnlich in mehreren Ländern gehandelt, zumal schon über die Emissionswährung und über den Emittenten oder dessen Muttergesellschaft Bindungen an die Märkte verschiedener Länder bestehen. Das macht die geographische Zentralisierung des Handels in diesen Werten in der Regel unmöglich. Ein börslicher Handel in traditionellem Sinne muß in diesen Werten daher von vornherein eine unbefriedigende Lösung sein, da jeder Teilnehmer ständig die Entwicklung an allen Teilmärkten eines Wertes verfolgen und mit diesen Märkten in Verbindung stehen möchte. Das ist in einem traditionellen Börsensaal weniger leicht möglich als von den Büros der Effektenhandelsbetriebe aus. Demgemäß dominiert der Telefonhandel in diesen Werten.

Eine traditionelle Börse kann zwar noch über die Zulassung und über die Überwachung der Publizität der Emittenten und durch regelmäßige Kurspublikation zur Verfahrenseffizienz im Informations- und Entscheidungsbereich beitragen, ihre beiden primären Funktionen im Ausführungsbereich kann sie jedoch nicht mehr erfüllen, nämlich alle Informationen über die Marktlage eines Wertes zusammenzufassen und das rationelle Auffinden einer Gegenpartei dadurch zu ermöglichen, daß sie potentielle Kontrahenten miteinander in Kontakt bringt. Die Luxemburger Börse hat dies klar erkannt und nach einer Lösung gesucht, die es ihr gestattet, auch ihren primären Funktionen im Ausführungsbereich unter den Bedingungen des Handels in internationalen Werten gerecht zu werden. Dabei ist sie zu dem Ergebnis gekommen, daß das traditionelle Konzept der Händlerversammlung im Börsensaal aufgegeben werden muß und daß nur eine automatisierte Börse heute den höchstmöglichen Grad an Verfahrenseffizienz für den Handel mit

internationalen Werten bieten kann. Die Luxemburger Börse hat daher seit 1973 an der Verwirklichung eines computergesteuerten Handelssystems gearbeitet, das "EUREX" genannt wird. 69 namhafte Effektenhandelsbetriebe in 13 Ländern Europas und in Japan unterstützen dieses Projekt. Der Handel über Eurex soll im Jahre 1978 beginnen.

Zum Handel über Eurex sollen nicht nur die Luxemburger Börsenmitglieder zugelassen werden, sondern market makers und provisionsorientierte Effektenhandelsbetriebe in ganz Europa, jedoch keine institutionellen Anleger. Zunächst sollen die market makers in London, Kopenhagen, Amsterdam, Brüssel, Düsseldorf, Frankfurt, Luxemburg, Paris, Zürich, Genf, Mailand und Rom mit dem Zentralcomputer in Luxemburg verbunden werden. An dieses Netz werden auch die anderen Effektenhandelsbetriebe angeschlossen. Es wird erwartet, daß 75 - 80% der Effektenhandelsbetriebe, die in internationalen Werten handeln, das Eurex-System benutzen werden. Wegen des unterschiedlichen Standing der Teilnehmer soll es jederzeit möglich sein, auf vertraulicher Basis gewisse Teilnehmer als Gegenpartei für zukünftige Transaktionen auszuschließen oder das Volumen einzelner Transaktionen mit ihnen zu begrenzen.

Während die market makers mit Sicht- und Eingabegeräten und mit einem Drucker ausgestattet sein sollen, können die anderen Effektenhandelsbetriebe mit ihren Fernschreibeeinrichtungen auskommen. Der Handel soll wie bei Ariel ohne Sprechkontakt erfolgen. Das Eurex-System geht grundsätzlich davon aus, daß es für jeden Titel mehrere market makers gibt. Über diese market makers führt das System Aufträge nach zwei verschiedenen Techniken aus. Die erste gilt für Aufträge über Schlußeinheiten (round lots), ein anderes Verfahren ist für Aufträge über Kleinaufträge (odd lots) vorgesehen.

Es wird ausschließlich mit limitierten Aufträgen gearbeitet. Ein Round-lot-Auftrag hat zur Folge, daß alle market makers (natürlich außer denen, die aus Bonitätsgründen unerwünschte Partner sind) sofort aufgefordert werden, ihre Spannen einzugeben, und zwar dadurch, daß der Name und die Kerndaten (Emissionswährung, Nominalzins, Zins- und Fälligkeitstermine) des georderten Titels auf dem oberen Teil des Bildschirms erscheinen. Handelt es sich z. B. um einen Kaufauftrag, sucht der Computer den niedrigsten Briefkurs aus den eingegebenen Spannen heraus. Der market maker, der den niedrigsten Briefkurs zuerst eingegeben hat, bekommt das Geschäft, falls das Limit einen Abschluß erlaubt. Auf seinem Sichtgerät erscheinen dann als Bestätigung im mittleren Teil des Bildschirms neben dem Namen und den Kerndaten des Titels der Abschlußkurs - im betrachteten Fall gleich dem eingegebenen Briefkurs -, der Name des Kontrahenten und die Art des Geschäfts aus dessen Sicht (hier: "purchase") und der Umfang der Transaktion. Gleichzeitig druckt das System die Bestätigung bei beiden Parteien aus.

Falls der Auftrag über mehr als eine Schlußeinheit lautet, läuft die Transaktion sehr ähnlich wie die Exekution eines Normalauftrages ab. Der market maker mit dem günstigsten Kurs, z. B. mit dem niedrigsten Briefkurs, erhält zunächst dieselbe Information wie bei einer Bestätigung. Er hat dann Gelegenheit, seinen Briefkurs nach oben zu korrigieren, wenn er das wünscht. Solange er dabei unter dem Limit und unter dem Durchschnitt der von den market makers eingegebenen Briefkurse bleibt, geht ihm der Auftrag nicht verloren und das System druckt die Bestätigung aus. Andernfalls wird nur über die normale Anzahl Schlußeinheiten abgeschlossen, wenn die Order aufgeteilt werden darf. Verbleibende Schlußeinheiten werden wie eine neue Order behandelt. Im Gegensatz dazu werden

verbleibende Kleinaufträge und nicht aufteilbare Aufträge dem Verfahren für odd lots zugeführt, wenn der Großmengenzuschlag des market makers mit dem besten Briefkurs die o.a. Grenzen übersteigt. Beim Verkaufsauftrag wird entsprechend verfahren, falls der Großmengenabschlag zu einem Geldkurs führt, der unter dem Limit oder unter dem Durchschnittsgeldkurs der market makers liegt.

Haben mehrere market makers auf einen Großauftrag, z.B. auf eine Kauforder hin, Spannen mit identischen Briefkursen eingegeben, so bekommt jeder von ihnen die oben genannten Informationen über den Auftrag. Der market maker, der seinen Briefkurs daraufhin am wenigsten (oder als erster am wenigsten) anhebt, bekommt das Geschäft, vorausgesetzt, er gerät nicht über das Limit oder den durchschnittlichen Briefkurs. Sonst kommt wieder das Aufteilen der Order oder/und das Verfahren für Kleinaufträge zum Zuge.

Kleinaufträge (und/oder unausgeführte Großaufträge) werden nur ausgeführt, nachdem ein Round-lot-Auftrag die market makers veranlaßte, Spannen einzugeben. Die überdurchschnittlichen Geldkurse und die unterdurchschnittlichen Briefkurse aller market makers, die bei dem auslösenden Round-lot-Geschäft nicht zum Zuge kamen, werden auf den Durchschnittsgeldkurs heruntergesetzt bzw. auf den Durchschnittsbriefkurs heraufgesetzt und gelten damit für Kleinaufträge. Alle zum Handel für Kleinaufträge vorliegenden Verkaufs- und Kaufaufträge werden dann automatisch zu diesem Durchschnittsgeldkurs bzw. zum Durchschnittsbriefkurs ausgeführt und bestätigt, sofern ihre Limits es zulassen.

Für den Fall, daß es in einem Wert nur einen einzigen market maker gibt, könnte grundsätzlich analog zur beschriebenen Technik verfahren werden, an die Stelle des Anpassens an die Durchschnitte würde jedoch ein odd-lot differential treten (Kleinmengenzuschlag und -abschlag). Außerdem müßte eine Lösung des Problems der Maximalspanne gefunden werden. Ferner ist es denkbar, daß in einem Titel kein market maker existiert. Dann sollen die Aufträge einfach gespeichert werden, bis eine passende Gegenorder eingeht. Einige Teilnehmer könnten sich auch bereit erklären, auf Anforderung in bestimmten Werten Gegenorders über den gleichen Betrag einzugeben. Der Gegenauftrag mit dem niedrigsten Verkaufslimit oder dem höchsten Kauflimit käme dann zum Zuge.

Die jährlichen Kosten für das Eurex-System werden auf ℳ 2 - 3 Millionen geschätzt. Auf der Basis von 1.500 Transaktionen pro Tag käme das System mit einer Umlage von ℳ 7 - 8 pro Transaktion aus, die jeweils auf Käufer und Verkäufer aufgeteilt werden könnte. Dieser Umlage stünden Einsparungen der Teilnehmer an Telefon- und Fernschreibgebühren gegenüber, die beim Handel ohne Eurex anfielen, und außerdem mögliche Einsparungen im Personalbereich. Eurex wird seine Abschlußdaten so aufbereiten, daß sie als Grundlage für das Effektenclearing durch Cedel oder Euroclear dienen können, und wird die Daten selbst an die Systeme weiterleiten. Diese beiden Erfüllungssysteme wickeln bereits seit einigen Jahren u.a. die Masse der Anleihentransaktionen an der Luxemburger Börse ab, während besonders die Geschäfte in Aktien über die Belieferungs- und Verrechnungsstellen der Börse erfüllt werden.

III. AUSSERBÖRSLICHE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN LUXEMBURG

Wie bereits im vorhergehenden Abschnitt ausgeführt, findet besonders der Handel in internationalen Werten als Telefonhandel statt. Obwohl Angaben über den Umfang des außerbörslichen Geschäfts fehlen, besteht kein Zweifel daran, daß die außerbörslichen Umsätze weit über den börslichen liegen. Vor allem eine Reihe ausländischer Banken in Luxemburg - auch einige, die nicht Börsenmitglieder sind - haben sich einen Namen als market makers in Euroanleihen gemacht. Auch in Aktien, insbesondere in ausländischen, und in Anteilen von Investmentfonds sind einige Firmen als market makers sehr stark engagiert und veröffentlichen Listen mit ihren Spannen.

Einige Dutzend inländischer Titel werden regelmäßig oder von Zeit zu Zeit außerbörslich umgesetzt. Bei börsennotierten Werten sind es in der Regel Kompensationen. Da die Aufträge der inländischen Effektenkundschaft im wesentlichen über drei Filialbanken aufgegeben werden, haben diese Institute in besonderem Maße Gelegenheit, vorbörslich eingegangene Aufträge in ihren Börsenabteilungen zu kompensieren. Bei nicht börsennotierten Titeln sind wiederum diese drei Banken in der besten Position, um Geschäfte zu vermitteln. Sie konzentrieren sich hier hauptsächlich auf den Handel in Aktien von ihnen nahestehenden Gesellschaften, da diese Banken die wenigen Aktionäre meist kennen und damit auch potentielle Käufer oder Verkäufer, die sie ansprechen können, wenn ein Auftrag hereinkommt. In beschränktem Umfang sind die Banken bereit, selbst Titel zu nehmen oder zu geben. Bei den so gehandelten Titeln handelt es sich meist um Aktien von Gesellschaften, die sich ganz überwiegend im Festbesitz befinden und daher selten umgesetzt werden. Allerdings hat eine der großen Filialbanken bisher davon abgesehen,

für ihre Aktien die Börsenzulassung zu beantragen, obwohl sie selbst Börsenmitglied ist. Ihre Aktien werden auf dem von ihr organisierten Markt für nicht notierte Werte gehandelt, anders ausgedrückt, sie vermittelt die Geschäfte in ihren Aktien selbst.

G. DIE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN FRANKREICH

I. TEILNEHMER UND WERTE

In Frankreich gibt es sieben Börsen in den Städten Paris, Lyon, Marseille, Lille, Nancy, Nantes und Bordeaux. Einen Anhaltspunkt für die Bedeutung der einzelnen Börsen gibt Tabelle G - 1.

Tabelle G - 1

Umsätze in französischen Aktien auf dem offiziellen Markt zu Marktwerten 1964 - 1975[1] (in Mio. FF)

Börse	1964	1967	1970	1973	1974	1975
Bordeaux	29 (0,3)	14 (0,2)	24 (0,1)	125 (0,4)	49 (0,2)	59 (0,2)
Lille	26 (0,3)	25 (0,3)	43 (0,2)	82 (0,2)	55 (0,2)	52 (0,2)
Lyon	92 (1,0)	85 (0,9)	96 (0,9)	170 (0,5)	105 (0,4)	84 (0,2)
Marseille	36 (0,4)	35 (0,4)	42 (0,2)	71 (0,2)	61 (0,2)	110 (0,3)
Nancy	19 (0,2)	35 (0,4)	47 (0,3)	152 (0,4)	44 (0,2)	50 (0,2)
Nantes	8 (0,1)	23 (0,2)	28 (0,2)	47 (0,1)	23 (0,1)	20 (0,1)
Toulouse	3 (0,0)	-	-	-	-	-
Provinzbörsen (6)	213 (2,3)	217 (2,3)	280 (1,5)	647 (1,8)	337 (1,3)	375 (1,2)
Paris	8.873 (97,7)	9.080 (97,7)	18.064 (98,5)	34.948 (98,2)	24.658 (98,7)	30.846 (98,8)
Gesamtumsatz	9.086	9.297	18.344	35.595	24.995	31.221

1) Die Angaben in Klammern geben den prozentualen Anteil am Gesamtumsatz des betreffenden Jahres an.

Die Pariser Börse nimmt mit fast 99 % der gesamten Börsenumsätze zu Marktwerten eine überragende Stellung ein. Sie wird darin gestützt durch das zentralistische Staatssystem Frankreichs und durch die Konzentration von Unternehmensleitungen in Paris. Hinzu kommt das Verhalten der Banken: Überschüssige Finanzmittel und Kundenaufträge für Wertpapiere von nationaler und internationaler Bedeutung werden von den Niederlassungen in der Provinz zur Zentrale in Paris geleitet. Daraus ergab sich schon vor der Börsenreform von 1961 eine Konzentration der Nachfrage nach Effekten in Paris. Tabelle G - 2 zeigt die Verteilung der Wertpapiere und ihre Umsätze auf die Pariser Börse und auf die Provinzbörsen in ihrer Gesamtheit.

Tabelle G - 2

Anzahl[1] und Umsätze[2] börsennotierter Wertpapiere auf dem Marché officiel

Wertpapierart	Pariser Börse			Provinzbörsen		
	Anzahl	Umsätze	Anteil am Gesamtumsatz[3]	Anzahl	Umsätze	Anteil am Gesamtumsatz[3]
Franz.Werte	1.954	51.876	89%	453	552	0,9%
Anleihen	(1.154)	(26.818)	(46%)	(186)	(177)	(0,3%)
Aktien	(800)	(25.058)	(43%)	(267)	(375)	(0,6%)
Werte d.Franc-Zone	64	147	0,3%	6	0	0
Anleihen	(42)	(16)	(0)	(1)	(0)	(0)
Aktien	(22)	(131)	(0,3%)	(5)	(0)	(0)
Auslandswerte	578	5.678	9,8%	-	-	-
Anleihen	(272)	(21)	(0)	-	-	-
Aktien	(306)	(5.657)	(9,8%)	-	-	-
Gesamt[4]	2.596	57.702	99,1%	459	553	0,9%

1) Zum Jahresende 1975

2) Umsätze zu Marktwerten in Mio FF im Jahre 1975

3) In Prozent des Gesamtumsatzes des Marché officiel (alle Börsen) von FF 58.255 Mio. im Jahre 1975

4) Abweichungen aufgrund von Rundungen

Den Regionalbörsen verblieb bis 1961 für die meisten Wertpapiere nur die Ausführung von Aufträgen zu Kursen, die im wesentlichen denen der Pariser Börse entsprachen. Das Dekret vom 30.Oktober 1961 setzte dann jedoch das Prinzip des einzigen Marktes (principe de l'unicité de cotation) durch: Ein Wertpapier darf nur an einer einzigen Börse Frankreichs gehandelt werden. Dieses Dekret führte dazu, daß die Regionalbörsen nur noch diejenigen Wertpapiere handeln durften, die nicht in Paris notiert wurden. Damit wurde die Bedeutung der Regionalbörsen verringert; einen Überblick über den gegenwärtigen Stand gibt Tabelle G - 3. Wie sich aus den Tabellen G - 2 und G - 3 ergibt, werden an den Provinzbörsen zwar rund 15% der Anzahl aller Titel gehandelt, sie tragen aber nur etwa 1% zu allen Börsenumsätzen in Frankreich bei.

Tabelle G - 3

Aufteilung der auf dem Marché officiel gehandelten Titel, ihres Umlaufs zu Marktwerten und ihrer Emittenten auf die einzelnen Börsenplätze (Ende 1975)

	Anzahl und Umlauf[1] der Titel			
Börse	Anleihen	Aktien	Gesamt	Emittenten
Bordeaux	27	30	57	33
Lille	27	49	76	50
Lyon	25	61	86	63
Marseille	23	50	73	52
Nancy	55	59	114	57
Nantes	30	23	53	27
Provinzbörsen insgesamt	187 (4,4)	272 (5,3)	459 (9,7)	282
Paris	1.468 (246,9)	1.128 (157,7)	2.596 (404,6)	1.073
alle Börsen	1.655 (251,3)	1.400 (163,0)	3.055 (414,3)	1.347

1) In Mrd. FF, die Werte für den Umlauf sind in Klammern angegeben.

Jede der 1961 existierenden französischen Börsen wurde von einer Effektenmaklervereinigung (compagnie des agents de change) getragen. Durch die Reform vom 28.Dezember 1968 wurden diese Gesellschaften zur Compagnie nationale des agents de change zusammengeschlossen, deren geschäftsführendes Organ die Chambre syndicale ist. Außerdem wurde den Agents de change die Möglichkeit zur Fusion oder zur engen Kooperation gegeben. Viele Makler machten von den Fusionsmöglichkeiten Gebrauch. Die Umsatzentwicklung der letzten Jahre und die Ablehnung einer Erhöhung der Courtagesätze durch die Regierung lassen weitere Fusionen erwarten.

Durch die Genehmigung, sich zusammenzuschließen, wurde vorerst der Prozeß aufgehalten, daß die Agents in der Provinz ihre Tätigkeit einstellen und ihre Kunden den Banken überlassen, da sie keine ausreichende örtliche Geschäftsgrundlage mehr haben, nachdem die Börsenreform von 1961 den örtlichen Handel in allen Werten beendete, deren Hauptmarkt Paris war. Die Geschäftsaufgabe der Agents am Ort führte 1964 zur Schließung der Börse von Toulouse. Auch an anderen Plätzen wäre diese Entwicklung wahrscheinlich gewesen. So gibt es in Marseille nur noch eine Firma, die sich allein auf den Raum Marseille beschränkt. Zwei Agent-Firmen haben sowohl Niederlassungen in Paris als auch in Marseille, zwei weitere bilden mit anderen Agents in Paris und an den übrigen Regionalbörsen Interessengemeinschaften.

Im Sommer 1976 gab es in Frankreich 107 Agents de change (78 in Paris, 29 an den Provinzbörsen), die in 77 Firmen (charges) zusammenarbeiteten und 3.800 Angestellte beschäftigten; die größten Firmen haben bis zu 100 Mitarbeiter. Die Agents de change werden durch den Minister für Wirtschaft und Finanzen ernannt. Der Bewerber muß von einem ausscheidenden Agent de change mit Zustimmung der Chambre syndicale nominiert werden. Bevor ein Interessent in die Bewerberliste

aufgenommen wird, muß er in einem Examen seine fachliche Qualifikation nachweisen. Für diese Prüfung ist ein einschlägiger Hochschulabschluß oder eine fünfjährige Tätigkeit mit Handlungsvollmacht bei einem Agent de change Voraussetzung.

Die Agents de change sind primär anlegerprovisionsorientiert. Sie widmen sich vor allem der Vermittlung von Effektengeschäften und deren Abschluß an der Börse sowie der Vermögensberatung und Vermögensverwaltung für ihre Kundschaft. Besonders bei großen Familienvermögen übernehmen die Firmen der Agents de change oft über Generationen die Aufgabe eines Beraters und Testamentsvollstreckers, wobei ihnen im Vergleich zu anderen Beratern ein nahezu unbegrenztes Vertrauen entgegengebracht wird. Der Handel für eigene Rechnung ist den Agents grundsätzlich verboten, abgesehen von der langfristigen Anlage eigener Mittel und von bestimmten Transaktionen im nachbörslichen und im nichtoffiziellen Handel, auf die unten noch einzugehen sein wird.

Geschäfte in börslich handelbaren Wertpapieren können auf dem Zirkulationsmarkt nur durch Vermittlung oder wenigstens durch Beurkundung eines Agent de change verbindlich abgeschlossen werden, es sei denn, sie kommen direkt ohne Vermittlung eines Dritten zwischen natürlichen Personen zustande. Bankenvertreter sehen im Abschlußmonopol der Agents eine Verteuerung des Effektenverkehrs. Besonders bei großen Aufträgen wenden sich die Anleger häufig an eine Bank, um eine Gegenpartei zu finden. Der Abschluß muß aber von einem Agent de change vorgenommen werden, wofür er die volle, von der Maklerkammer verbindlich fixierte Provision erhält. Aus der Sicht der Bank und der Kontrahenten steht die Leistung des Agent de change in diesem Fall in einem deut-

lichen Mißverhältnis zu seiner Vergütung. Für die Annahme von Aufträgen spielen neben den Agents de change die Remisiers eine gewisse Rolle, die gewöhnlich eng mit einem Agent zusammenarbeiten, in erster Linie aber die Kreditinstitute, die für ihre Zubringerdienste im allgemeinen 30 % der Provision erhalten. Gegenwärtig werden ungefähr 70 % aller Aufträge über Banken an die Agents de change weitergeleitet, obwohl sie den Kunden in diesem Falle zusätzliche Bankspesen berechnen. Besonders diese Bankspesen veranlassen vor allem institutionelle Anleger, direkte Geschäftsbeziehungen zu den Agents de change zu unterhalten.

Im Fall der Insolvenz einer Mitgliedsfirma der Compagnie nationale haften alle Agents de change solidarisch. Um Regreßansprüchen nachkommen zu können, besteht ein Garantiefonds, der durch umsatzabhängige Beiträge der Mitgliedsfirmen gespeist wird. Die Inanspruchnahme des Fonds ist so selten, daß sie von offiziellen Stellen als nicht existent bezeichnet wird. In den letzten Jahren soll lediglich ein Agent de change in Konkurs gegangen sein.

Die Agents de change werden durch zwei Institutionen überwacht, durch die Chambre syndicale und die staatliche Commission des Opérations de Bourse (COB). Die Chambre syndicale beaufsichtigt das Geschäft ihrer Mitglieder, insbesondere deren Solvenz, und übt die Disziplinargewalt über sie aus. Außerdem organisiert und kontrolliert die Chambre den Handel an der Börse. Die COB entstand 1968 und hat etwa 70 Mitarbeiter. Während die Chambre syndicale mehr für die laufend anfallenden Aufsichtstätigkeiten zuständig ist, beschränkt sich die COB auf Grundsatzfragen und auf die Überprüfung von Beschwerden. Zu diesem Zweck kann die COB die notierten Aktiengesellschaften, die Börsen-

händler und die Banken um Auskünfte bitten oder selbst alle relevanten Unterlagen inspizieren. Von diesem umfassenden Informationsrecht hat die COB wiederholt Gebrauch gemacht. So rügt sie z.B. in ihrem Jahresbericht 1975 das Verhalten von Angestellten der Agents de change, die öfters für eigene Rechnung in Werten handelten, über die ihnen Kundenaufträge vorlagen. Die Aufsicht über den Börsenhandel und über die Agents de change ist jedoch nicht die Hauptaufgabe der COB, sie überwacht in erster Linie die Einhaltung der Publizitätsvorschriften durch die Emittenten. Außerdem läßt sie die Wertpapiere zum offiziellen Handel zu(für den Marché hors-cote erfüllt die Chambre syndicale diese Aufgabe).

In Frankreich gibt es ungefähr 1,5 Millionen individuelle Anleger. Etwa eine Million verfügt über Portefeuilles mit einem Marktwert von weniger als FF 50.000, rund 500.000 dieser Anleger besitzen Effektenbestände mit einem höheren Wert, 15.000 Anleger halten Portefeuilles mit einem Marktwert von mehr als FF 1 Mio. Zusammengenommen hielten die individuellen Anleger 1975 40 % der börsennotierten Aktien zu Marktwerten und 55 % der entsprechenden Anleihen. Der Anteil inländischer Unternehmen und Banken am Aktienumlauf betrug 30 %, sie hielten praktisch keine Anleihen. Institutionelle inländische Anleger vereinigten 15 % der Aktien und 45 % der Anleihenbestände auf sich. Ausländische Anleger hielten einen Anteil von 15 % am Aktienumlauf. In die Gruppe der institutionellen Anleger fallen in Frankreich Versicherungsgesellschaften, Pensions- und Versorgungskassen, offene und geschlossene Investmentfonds und die Caisse des Dépôts et Consignations, das Spitzeninstitut der Sparkassenorganisation. Es gibt etwa 1 Million Anteilseigner an Investmentfonds und 2 Millionen Arbeiter und Angestellte, die Anteile am gemeinsamen Vermögensbildungsfonds der Unternehmen haben.

Einen Überblick über Zahl und Umlauf der an französischen Börsen offiziell gehandelten Werte gibt Tabelle G - 3. Am Hors-cote-Markt werden etwas mehr als 1.000 Titel notiert, davon 660 in Paris. Hauptsächlich handelt es sich dabei um Aktien, es werden hier aber auch einige Dutzend Anleihen umgesetzt.

II. DIE BÖRSLICHEN SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN FRANKREICH

Alle französischen Börsen kennen neben dem Marché officiel den Marché hors-cote. Beide Märkte unterscheiden sich besonders im Zulassungsverfahren, in ihrem Anteil an den Gesamtumsätzen und in der Handelstechnik. Aktien werden nur dann offiziell zugelassen, wenn der Emittent ein Aktienkapital von mindestens FF 15 Mio. (an den Provinzbörsen FF 5 Mio.) hat, von dem 25 % gestreut sein müssen. Wie bereits erwähnt, fällt die COB die Entscheidung über die Zulassung zum Börsenhandel auf Empfehlung der Chambre syndicale hin, die den Zulassungsantrag zunächst formell und materiell vorprüft.

Für den Handel auf dem Marché hors-cote gibt es nur wenige Zulassungsvorschriften. Über die Zulassung entscheidet die Chambre syndicale. Ein Wertpapier wird grundsätzlich auf dem Marché hors-cote der Börse gehandelt, in deren Einzugsbereich die Unternehmung ihren Geschäftssitz hat. Als Besonderheit des Zulassungsverfahrens zum Marché hors-cote sei angemerkt, daß nicht nur der Emittent, sondern auch ein Großaktionär, der seine Aktien mobilisieren will, die Zulassung zum Börsenhandel beantragen kann.

Eine Übersicht über die Bedeutung des Marché officiel und des Marché hors-cote gibt Tabelle G - 4. Daraus läßt sich entnehmen, daß der Marché hors-cote an den Nebenplätzen etwa 15 % zum Gesamtumsatz der Provinzbörsen beiträgt, in Paris fällt er dagegen mit knapp 1 % des Gesamtumsatzes der Börse kaum ins Gewicht.

Tabelle G - 4

Verteilung der Gesamtumsätze auf dem Marché officiel und dem Marché hors-cote

Markt	Umsätze[1] im Jahre			Anteile[2] im Jahre		
	1970	1973	1975	1970	1973	1975
Paris						
Marché officiel	34.234	67.541	57.702	98,9	98,8	99,2
Marché hors-cote	385	840	479	1,1	1,2	0,8
insgesamt	34.619	68.381	58.181	100	100	100
Provinzbörsen						
Marché officiel	406	856	553	81,2	83,6	84,6
Marché hors-cote	94	168	101	18,8	16,4	15,4
insgesamt	500	1.024	654	100	100	100
alle Börsen						
Marché officiel	34.640	68.397	58.255	98,6	98,5	99
Marché hors-cote	479	1.008	580	1,4	1,5	1
insgesamt	35.119	69.405	58.835	100	100	100

1) Umsätze in Millionen FF zu Marktwerten

2) Anteil in Prozent des Gesamtumsatzes der jeweiligen Börse oder Börsengesamtheit

Die Handelsverfahren auf beiden Märkten werden in den folgenden Abschnitten skizziert. Während an den Provinzbörsen alle Werte nach dem zeitaufwendigen Criée-Verfahren gehandelt werden, da die Händler das relativ geringe Auftragsvolumen ohne weiteres auf diese Weise bewältigen können, kennt die Pariser Börse unterschiedliche Handelstechniken. Auf sie beziehen sich die folgenden Ausführungen in erster Linie.

1. Der Marché officiel

Auf dem offiziellen Markt lassen sich die Segmente Terminmarkt (Marché à terme) und Kassamarkt (Marché au comptant) unterscheiden. Der Terminmarkt zerfällt in einen Markt für feste Geschäfte (négociations à terme ferme) mit einmonatigen Abrechnungsperioden mit der Möglichkeit zur Prolongation und in einen Markt für bedingte Geschäfte verschiedener Art (négociations à terme conditionnel). Während alle zur amtlichen Notiz zugelassenen Papiere auf dem Kassamarkt gehandelt werden können, sind die umsatzstärksten Werte zusätzlich für den Terminhandel zugelassen. An den Provinzbörsen wird grundsätzlich per Kasse gehandelt, es gibt nur einige wenige auch terminnotierte Werte.

Etwa zwei Drittel der Umsätze in in- und ausländischen Aktien entfallen auf den Terminmarkt. Die Umsatzentwicklung wird durch einige wenige attraktive Werte recht stark beeinflußt, besonders durch die Pinay-Anleihe, deren Kurs an den Preis des 20-Francs-Napoleon-Goldstücks gekoppelt ist. Diese Anleihe wird per Termin gehandelt. Der Umsatz dieser Anleihe machte 1975 ca. 12 % des Gesamtumsatzes des

offiziellen Marktes in Paris aus und über 25 % im Jahre 1974. Die zehn aktivsten Werte konnten 1975 etwa ein Viertel der Börsenumsätze auf sich vereinigen. Auf 50 der insgesamt 2.596 in Paris notierten Titel entfiel 1975 fast die Hälfte des Umsatzes. Etwa 10 % der Aktienumsätze entfallen auf ausländische Titel.

a) Der Handel à la criée

Das Criée-Verfahren ist in Paris die Handelstechnik des Terminmarktes. Im Oktober 1976 wurden auf dem Pariser Terminmarkt ca. 170 französische und etwas weniger als 60 ausländische Aktien sowie 15 Anleihen gehandelt. Der Criée-Handel wird an der Corbeille von den Agents de change selbst und an fünf Ständen von deren Angestellten durchgeführt. Dabei wird jedes der Wertpapiere nacheinander von einem Coteur aufgerufen und der jeweilige Vortagskurs genannt. Zu diesem Kurs werden provisorisch Angebot und Nachfrage zwischen den Beteiligten abgestimmt, wobei als Schlußeinheit meist 25 Stück (bei Kursen über 1.000 FF 10 Stück) festgelegt sind. Überwiegen z.B. zu diesem Kurs die Rufe "j'ai" (ich habe), so erkennt der Coteur - an der Corbeille ein Agent de change, an den Ständen ein Angestellter der Chambre syndicale -, daß der Kurs zu hoch angesetzt war. Er nennt also einen niedrigeren Kurs, zu dem nun ebenfalls wieder provisorisch Verträge abgeschlossen werden. Überwiegen immer noch die "j'ai"-Rufe, wird der Kurs gesenkt, bis schließlich "je prends"-Rufe (ich nehme) verbleiben. Aus den beiden Kursen, bei denen die entgegengesetzten Rufe überwiegen, wählt der Kursfestsetzer denjenigen aus, von dem er annimmt, daß er den Markt räumt. Ein mehrfacher Aufruf eines Titels zu weiteren Kollektivverhandlungen dieser Art ist möglich, aber nur bei wenigen umsatzstarken Werten üblich.

b) Der Handel par opposition

Der Handel par opposition ist das Verfahren auf dem Kassamarkt für kleinere Orders in den Titeln, die auch auf dem Terminmarkt notiert werden (comptant du terme). Die Umsätze auf diesem Kassamarkt sind gegenüber dem Terminmarkt relativ gering. Die Anleger bevorzugen den Terminmarkt schon deshalb, weil hier die Provisionen und Steuern niedriger als am Kassamarkt sind. Der Name des Oppositions-Verfahrens soll daraus resultieren, daß hier ein Angestellter der Chambre syndicale die höchsten Kaufgebote und die niedrigsten Verkaufsgebote der Kunden eines Agent de change in ein Buch einträgt und daß jeder Agent de change, dessen Name im Buch erscheint, das Recht hat, gegen jeden Kurs zu opponieren, der ohne Berücksichtigung seiner Aufträge ermittelt wurde.

Von der Chambre syndicale sind jedem Agent de change bestimmte Wertpapiere zur Kursermittlung zugeteilt. Ein Angestellter dieses Agent de change stellt zunächst alle unlimitierten Kauf- und Verkaufsaufträge einander gegenüber, läßt sich dann von den im Oppositionsbuch genannten Agents deren limitierte Aufträge konkretisieren und errechnet den Gleichgewichtskurs. Dieser Kurs darf nur notiert werden, wenn er nicht mehr als 2 % von dem Terminkurs dieses Wertpapiers abweicht. Ist die Abweichung größer, so muß ein anderer, zulässiger Kurs notiert werden, der innerhalb der erlaubten Abweichung liegt. Zu jedem solchen zulässigen Kurs besteht dann freilich ein Ungleichgewicht auf dem Kassamarkt, das der für das Papier zuständige Agent de change für eigene Rechnung durch - grundsätzlich profitable - Arbitrage mit dem Terminmarkt ausgleichen muß. Der Kurs wird in das Oppositionsbuch eingetragen. Ein Angestellter der Chambre syndicale überprüft, ob er korrekt ermittelt wurde.

Die Oppositionsbücher liegen vor und können auch nach dieser ersten Notiz von allen Handelsberechtigten eingesehen werden. Aus ihm sind unter dem notierten Kurs limitierte Kaufaufträge und darüber limitierte Verkaufsaufträge zu entnehmen; während der Börsensitzungen können auch noch Aufträge nachgetragen werden. Gegen diese Gebote kann jederzeit abgeschlossen werden, sofern die sich ergebenden Kurse nicht mehr als 2% vom jeweils letzten Terminkurs abweichen. So kann es über die erste Notiz hinaus zu weiteren Kursen kommen. Solche zusätzlichen Kurse sind selten und kommen in der Regel nur in den umsatzstärksten Terminwerten vor.

c) Der Handel par casier

Für rund 2.300 reine Kassawerte mit kleineren Umsätzen existiert ein schriftliches Kursermittlungsverfahren, das als Par-casier-Handel bezeichnet wird. Auch hier sind jedem Agent de change eine bestimmte Anzahl von Wertpapieren zur Kursermittlung zugeteilt. Sein Angestellter erhält in der Zeit von 12.00 - 12.30 Uhr für Aktien und von 12.30 - 13.00 Uhr für Anleihen schriftliche Kauf- und Verkaufsaufträge seiner Kollegen, aus denen er einmal am Tag unter Kontrolle der Chambre syndicale denjenigen Gesamtkurs ermittelt, zu dem sich Angebot und Nachfrage ausgleichen.

d) Der Handel par boîte

Diese Technik entspricht dem Par-casier-Verfahren, die Ermittlung des Kurses liegt hier aber in den Händen eines Angestellten der Chambre syndicale. Dieses Verfahren wird angewandt, wenn die Kammer es für nötig erachtet, die Marktentwicklung eines Wertes intensiv zu überwachen. Es wird nur selten angeordnet.

2. Der Marché hors-cote

Wie aus der Tabelle G - 4 zu ersehen ist, hatte 1975 der Pariser Hors-cote-Markt ein über vier mal so großes Volumen wie alle Provinzbörsen zusammen, obwohl der Hors-cote-Markt für die Provinzbörsen eine viel größere Bedeutung hat als für die Börse in Paris. Alle Effekten, die nicht auf dem offiziellen Markt gehandelt werden, können Gegenstand von Transaktionen auf dem Marché hors-cote sein. Die Geschäfte werden hier ebenfalls von Agents de change und ihren Angestellten vermittelt. Es gibt in diesem Marktsegment nur Kassageschäfte. An den Provinzbörsen wird à la criée gehandelt, in Paris gibt es grundsätzlich mehrere Verfahren.

a) Procédure ordinaire

Bei diesem normalen Vorgehen wird der Gleichgewichtskurs nach dem Par-casier-Verfahren errechnet. Grundsätzlich kann auch à la criée gehandelt werden; so wurden bis Oktober 1976 die Kurse in etwa 30 zeitweilig umsatzstarken Aktien des Hors-cote-Marktes à la criée ermittelt. Mangelndes Interesse an diesen Kollektivverhandlungen führte dazu, daß die 660 Hors-cote-Werte bis auf weiteres ausschließlich par casier gehandelt werden.

b) Procédure speciale

Die Neufassung des Règlement général von 1973 sah eine spezielle Handelstechnik vor, um das Börsengeschehen zu beleben: die Contrepartie technique. Hier treten ein oder mehrere Agents de change als market makers in den Papieren auf, für das sie auf ihren Antrag hin von der Chambre syndicale als market maker autorisiert wurden. Diese spezielle Ermächtigung zum Handel für eigene Rechnung kann die Chambre syndicale nur für Werte des Hors-cote-Marktes erteilen. Jeder so autorisierte Agent de change muß in seinem Wert oder in seinen Werten während der gesamten Börsensitzung auf Anfrage Spannen stellen und zum An- und Verkauf zu den von ihm genannten Geld- und Briefkursen bereit sein; selbstverständlich steht es ihm frei, die Spanne jederzeit zu ändern. So kann sich ein fortlaufender Handel zu Einzelkursen entwickeln. Für alle Werte, in denen es einen market maker gibt, besteht Market-maker-Zwang.

Obwohl die procedure speciale von vornherein nur als Experiment angesehen wurde, fand sie zunächst eine gute Resonanz. Mehr als ein Dutzend Wertpapiere wurden zeitweilig über market makers gehandelt. Die meisten market makers machten jedoch nach einiger Zeit von ihrem Recht Gebrauch, ihre Autorisation nach frühestens drei Monaten zurückzugeben. Die Chambre syndicale erwähnt in ihrem Jahresbericht 1975 nur noch zwei Werte, die nach diesem Verfahren gehandelt wurden. Im Laufe des Jahres 1976 mußte die procedure speciale vorerst ganz aufgegeben werden. Hierfür werden folgende Gründe aufgeführt:

1. Es entwickelte sich keine Konkurrenz. Pro Wert fanden sich nur ein oder höchstens zwei market makers.

2. Für die der procedure speciale zugeteilten Werte bestand nur geringes Handelsinteresse. Ein Fortführen des Experiments mit aktiven Werten des offiziellen Marktes scheint aussichtsreicher, ist aber nach dem Règlement nicht erlaubt.

3. Die einschlägigen Regeln der Maklerkammer für diese Handelstechnik erwiesen sich als zu strikt. Penible Buchführungs-, Umsatz- und Kursveröffentlichungsvorschriften sowie restriktive Vorgaben für das Verhältnis von Eigenhandelsbeständen zum Eigenkapital der market makers schränkten deren Bewegungsfreiheit ein.

4. Die potentielle Kundschaft fühlte sich durch das Experiment nicht angesprochen, sie stand dem Handel eines Agent für eigene Rechnung eher skeptisch gegenüber.

III. AUSSERBÖRSLICHE SEGMENTE

Wegen des strengen Monopols der Agents de change haben außerbörsliche Geschäfte keine große Bedeutung in Frankreich erlangen können. Es gibt nur wenige außerbörsliche Geschäfte, und zwar sogenannte Privatgeschäfte, Blockgeschäfte und einen sehr beschränkten nachbörslichen Handel.

Privatgeschäfte sind ohne die gewerbsmäßige Vermittlung eines Dritten zustande gekommene Wertpapiertransaktionen zwischen natürlichen Personen. Auf diese Art von Wertpapiergeschäften erstreckt sich das Effektenhandelsmonopol der Agents de change nicht.

Größere Posten von Aktien oder Anleihen können im allgemeinen nicht direkt über die Börse abgewickelt werden, da dann mit zu großen Kursschwankungen gerechnet werden muß. Aus diesem Grunde schalten sich in Frankreich wie anderswo Banken als Vermittler ein. Das Geschäft muß von einem Agent de change beurkundet werden. Stellt ein Aktienblock nach Entscheidung der Chambre syndicale eine Mehrheitsbeteiligung dar, muß der Käufer entweder ein öffentliches Angebot machen oder im Amtlichen Kursblatt eine Anzeige aufgeben, in der die Namen von Käufer und Verkäufer, sowie Datum, Preis und gehandelte Stückzahl angegeben sind. Der Käufer muß sich in der Anzeige verpflichten, alle an der Börse zum Verkauf angebotenen Aktien während 15 Werktagen zum selben Preis wie die Mehrheitsbeteiligung zu erwerben.

Seit 1973 ist es den Agents de change und bestimmten anderen Effektenhandelsbetrieben gestattet, auf dem Marché officiel notierte Effekten außerhalb der Börsenzeiten von ihren Kunden für eigene Rechnung zu kaufen oder an sie zu verkaufen.

Dabei müssen die jeweils letzten Börsenkurse unter Berücksichtigung eines gewissen Kaufzuschlags bzw. Verkaufsabschlags zur Deckung des Kursänderungsrisikos zugrunde gelegt werden. Der auftraggebende Kunde muß den sofortigen Abschluß ausdrücklich verlangen. Ein Eigenhandel mit einem Kunden aufgrund einer Vollmacht zur Verwaltung seines Vermögens ist grundsätzlich verboten. Alle so für eigene Rechnung übernommenen Positionen müssen in den folgenden Börsensitzungen glattgestellt werden. Im Interesse einer unparteiischen Tätigkeit sollen die Effektenhandelsbetriebe keine größeren Wertpapierpositionen aufbauen.

IV. REFORMBESTREBUNGEN

Anlaß für Reformbestrebungen ist die wirtschaftliche Notlage einiger Maklerhäuser. Angeblich sollen ein Drittel der Firmen Schwierigkeiten haben, aus den Erlösen des Börsengeschäfts ihre Kosten zu decken. Hinzu kommt das Interesse institutioneller Anleger und Banken an effizienteren Transaktionsmöglichkeiten. Deshalb recherchieren gegenwärtig drei Kommissionen bei der Chambre syndicale Möglichkeiten und Grenzen einer Börsenreform.

Eine Kommission ist beauftragt, Vor- und Nachteile der Einführung eines einzigen Handelsverfahrens zu ergründen. Zur Wahl stehen insbesondere das mündliche Criée-Verfahren und ein durch Computer gestütztes Casier-Verfahren. Vor allem steht aber die Einführung eines gleichzeitigen fortlaufenden Handels aller Werte zur Diskussion; dieser fortlaufende Handel könnte teils im Börsensaal stattfinden, teils wie in England als börslicher Telefonverkehr ausgestaltet sein. Die zweite Gruppe beschäftigt sich mit der Frage, ob es vorteilhaft wäre, alle Papiere per Termin oder alle per Kasse zu handeln. Neben einen solchen einheitlichen Markt für Festgeschäfte könnte ein Optionsmarkt treten.

Die dritte Kommission schließlich fragt nach dem Nutzen eines umfassenden automatisierten oder wenigstens computergestützten Informations-, Handels- und Erfüllungssystems, das möglicherweise ohne die traditionelle Händlerversammlung an der Börse auskommen und das die Anleger und ihre Berater nach amerikanischem Vorbild ständig über die aktuelle Marktlage auf dem laufenden halten könnte. Diese Reformideen stoßen besonders wegen der damit verbundenen Arbeitsplatzrisiken für die Makler und ihre Angestellten auf Bedenken, zumal die Angestellten wiederholt ihre Interessen durch Streiks durchgesetzt haben.

H. SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN ITALIEN

I. TEILNEHMER UND WERTE

Der offizielle Handel wird an den zehn Börsen des Landes abgewickelt. Die Börsen in Milano, Roma, Torino, Genova, Firenze, Bologna, Napoli, Palermo, Trieste und Venezia wurden per Gesetz errichtet. Milano ist der bei weitem wichtigste Finanzplatz Italiens; 1974 erfolgten ca. 80% der offiziellen Umsätze in Aktien und ca. 70% der offiziellen Umsätze in festverzinslichen Wertpapieren in Milano (Tabelle H-1).

Tabelle H - 1

Umsätze zu Nominalwerten an den zehn italienischen Börsen im Jahre 1974 (in Milliarden Lire) und ihr Anteil an den Gesamtumsätzen in Prozent

Börse	Aktien		Anleihen		Alle Werte	
	Mrd.Lit.	Prozent	Mrd.Lit.	Prozent	Mrd.Lit.	Prozent
Milano	1.637	80,6	633	74,8	2.270	78,8
Roma	137	6,7	183	21,6	320	11,1
Torino	124	6,1	19	2,2	143	5,0
Genova	78	3,9	6	0,7	84	2,9
Firenze	10	0,5	0	0	10	0,4
Bologna	8	0,4	0	0	8	0,3
Napoli	7	0,4	6	0,7	13	0,5
Palermo	5	0,3	0	0	5	0,2
Trieste	21	1,0	0	0	21	0,7
Venezia	4	0,2	0	0	4	0,1
Gesamt	2.031	100	847	100	2.878	100

Per Gesetz sind allein die agenti di cambio berechtigt, auf dem Börsenparkett (alle grida) zu handeln, wobei sie sich von bis zu drei bevollmächtigten Angestellten vertreten lassen können. Die agenti bekleiden ein öffentliches Amt (pubblico ufficiale). Diese Tätigkeit als Wertpapiermakler ist unvereinbar mit der Ausübung eines anderen Berufes. Die agenti sind zur Unparteilichkeit verpflichtet und dürfen keine Geschäfte auf eigene Rechnung oder auf Rechnung von ihnen nahestehenden Personen (nahe Familienmitglieder, Prokuristen, Angestellte) machen. Sie dürfen keine Aktien von Banken und anderen Institutionen besitzen, die sich vorwiegend mit Wertpapiergeschäften befassen, und müssen eine standesgemäße Verschwiegenheit bewahren. Ihr Geschäftsgebaren wird weiterhin bestimmt durch einen selbstauferlegten Verhaltenskodex (norme deontologiche). Der Sinn dieser Gesetzes- und gesetzesähnlichen Bestimmungen ist eindeutig: Nachweisrisiken und Realisationsrisiken wie Mitlaufen und Gegendisposition bei Maklereigenhandel sollen von vornherein unmöglich gemacht werden. Um trotzdem auftretende Schäden auffangen zu können, muß ein Makler bei Aufnahme seiner Tätigkeit einen Betrag von Lit. 1 Million hinterlegen. Weiterhin wurde ein gemeinsamer Garantiefonds eingerichtet. Er wird hauptsächlich gespeist von einer weiteren einmaligen Hafteinlage, die jeder Makler bei Amtsantritt leisten muß, und von einer besonderen Kontraktgebühr, die zu diesem Zweck bei jeder Effektentransaktion erhoben wird. Dieser Fonds wird von der Standesorganisation der Makler, dem Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio, verwaltet und verfügte Anfang 1974 über ca. Lit. 400 Millionen.

Wenn auch die Zahl der Makler entsprechend dem individuellen Handelsaufkommen des jeweiligen Börsenplatzes beschränkt ist, so zeigt die tatsächliche Zahl die Interpretationsfähigkeit dieser Bestimmung. Anfang 1975 gab es in ganz Italien 254 agenti di cambio, davon in Milano nur 114. Diese 114 Makler beschäftigten 218 bevollmächtigte Angestellte und sahen sich einer Gesamtzahl von 169 an der Mailänder Börse offiziell notierten Aktienwerten gegenüber. Die agenti di cambio sind nicht befugt, sich mit einem anderen agente in einer Firma zusammenzuschließen, um die Vorteile eines gemeinsamen Betriebs beim Anbieten von Finanzdienstleistungen auszunutzen und ihre Wettbewerbsposition gegenüber den anderen Handelsteilnehmern zu verstärken. In letzter Zeit sind einige Makler in Schwierigkeiten geraten. Dabei zeigte sich besonders an den hohen Wertpapiereigenbeständen der an sich rein provisionsorientierten agenti, daß sie versucht hatten, ihre mit den Börsenumsätzen schrumpfenden Erträge durch Intensivierung des Handels für eigene Rechnung und durch andere gesetzwidrige Bank- und Finanztransaktionen zu verbessern. Es liegt daher nahe zu vermuten, daß sich hohe kalkulatorische Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken zu anderen ungünstigen Rahmenbedingungen für die Wertpapieranlage in Italien gesellt haben.

Zutritt zum Börsenparkett haben neben den agenti noch die Kommissionsagenten, die das Remisiersgeschäft vor allem mit vermögender Privatkundschaft betreiben, sowie zahlreiche Vertreter von Banken und Finanzgesellschaften. Sie übermitteln Aufträge an die agenti, haben aber sonst an der Börse lediglich Beobachterstatus. Außerbörslich können sie dagegen selbst handeln, auch in offiziell notierten Werten. Banken und Finanzgesellschaften machen von diesem Recht regen Gebrauch. So haben die großen überregionalen Banken effiziente Orderkompensationssysteme innerhalb

ihrer Organisation auch auf Computerbasis aufgebaut. Deshalb erreicht ein großer Teil der Umsätze selbst in offiziellen Werten gar nicht die Börse. Schätzungen gehen von 25 bis 75% des Ordervolumens. Die Börse bietet mit ihren Kursen die Grundlage für ihre Abrechnung.

Durch das Gesetz Nr. 216 vom 7.Juni 1974, das durch drei Folgedekrete vom 31.März 1975 ergänzt wurde, ist die Börsenaufsicht in Italien neu geregelt worden. Dieses Gesetz errichtete eine Aufsichtsbehörde für die Börse und börsennotierte Gesellschaften (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - CONSOB). Sie hat ihren Sitz in Rom und zieht einen Großteil der Aufgaben an sich, die bisher von den lokalen Börsenorganen (Handelskammer, Börsendeputation, Maklerkammer) und dem Ministero del Tesoro wahrgenommen wurden. Hierbei war es oft zu Kompetenzschwierigkeiten gekommen.

Die Aufgaben der CONSOB sind u.a. folgende:

- Kontrolle der börsennotierten Gesellschaften hinsichtlich deren Pflichten zu ordnungsgemäßer Buchführung, Bilanzierung und Bewertung sowie Überwachung der Veröffentlichung von Jahres- und Halbjahresberichten
- Entscheidung über Zulassung, vorübergehende und endgültige Aufhebung der offiziellen Notierung von Wertpapieren
- Ausübung einer öffentlichen Kontrolle der Effektenmärkte
- Erhaltung der Funktionsfähigkeit der Börsen
- Studium der Vor- und Nachteile eines einheitlichen nationalen Wertpapiermarktes

Die CONSOB hat fünf Mitglieder, einen Vorsitzenden und vier weitere Mitglieder. Sie sind Vertreter des Ministero del Tesoro, der Banca d'Italia, der Steuerbehörde und der agenti di cambio. Außerdem gehört der CONSOB ein Rechtssachverständiger an. Sie wird an jedem Börsenplatz durch einen Vertreter repräsentiert. Als bisher wichtigste Maßnahme der CONSOB wird der Erlaß einer Vorschrift angesehen, daß bei bedingten Termingeschäften und bei Leerverkäufen über den Verkaufserlös hinaus eine Sicherheit von 90% in Papieren oder in Bargeld hinterlegt werden muß.

Über die Zahl der Anleger in Italien ist wenig bekannt. Das Finanzministerium gab 1970 aufgrund von Steuerstatistiken die Zahl der Dividendenbezieher mit 564.000 an. Eine Studie der Börse von Mailand kam 1974 zu dem Ergebnis, daß es möglicherweise 1,8 Millionen Aktionäre in Italien gibt. Diese Angabe enthält erhebliche Mehrfachzählungen. Die institutionellen Anleger beschränken sich weitgehend auf Transaktionen in Obligationen, nicht zuletzt aufgrund hoheitlicher Anlagebestimmungen.

An den italienischen Börsen wurden Anfang 1975 216 Stamm- und Vorzugsaktien von 200 Gesellschaften (199 Società per Azioni - S.p.A. - und eine Società in Accomandita per Azioni) in Form von Namensaktien notiert. Diese 200 Gesellschaften repräsentieren ihrer Anzahl nach ca. 0,4% aller Aktiengesellschaften in Italien (etwa 47.000) und nur etwa 35% des gesamten Aktienkapitals. An der Mailänder Börse werden 171 Titel von 154 italienischen Gesellschaften sowie eine ausländische Aktie notiert. Während ein Drittel dieser Aktienwerte kaum umgesetzt wird, soll es eine sehr viel größere Zahl von Aktien geben, deren Emittenten sich mit Aussicht auf

Erfolg um eine Börsenzulassung bemühen könnten, aber bisher darauf verzichteten. Ein Teil dieser Aktien wird außerbörslich gehandelt (vgl. Tabelle H-2).

Tabelle H - 2

Zahl der auf den verschiedenen Marktsegmenten gehandelten italienischen Aktien

Börsenplatz	Börsennotierte Aktien		Aktien am Mercato Ristretto 2)
	ingesamt 1)	davon ausschl. an einer Börse	
Milano	146	48	109
Torino	91	13	22
Roma	84	6	35
Genova	78	6	32
Firenze	47	4	24
Napoli	34	3	18
Trieste	29	4	-
Palermo	25	2	-
Venezia	19	1	-
Bologna	16	1	-

1) An allen italienischen Börsen waren 193 Aktien von 180 Emittenten zugelassen. Die Angaben beziehen sich auf das Frühjahr 1972. Nur acht Aktien wurden an allen zehn Börsen notiert.

2) Nichtamtlicher Handel, seit 1975 eingestellt (vgl. Abschnitt III 2). Die Angaben beziehen sich auf das Jahresende 1974. Die entsprechenden Angaben für das Frühjahr 1972 lauten: Milano 106, Torino 18, Roma 28. Die drei anderen Märkte existierten damals noch nicht. Insgesamt wurden 1972 120 Aktien auf den mercati ristretti gehandelt, 14 davon waren an einem anderen Platz zum Handel an der Börse zugelassen.

Die offizielle Kursliste (listino ufficiale) wird dominiert von über 600 festverzinslichen Werten, grob zu unterteilen in öffentliche und private Anleihen. Am gesamten Umsatzvolumen in Anleihen des Börsenjahres 1974 (18.12.73 bis 17.12.74) hatten die Staatstitel (titoli di stato) einen Anteil von 8%. Die verbleibenden 92% des Umsatzes entfielen hauptsächlich auf andere öffentliche Anleihen. Der Anteil der Anleihen privater Unternehmen ist gering. 1974 wurden an der Mailänder Börse insgesamt Anleihen mit einem Nominalwert von Lit. 40,8 Billionen notiert. Im selben Jahr betrug der Börsenumsatz zu Nominalwerten nur Lit. 633 Milliarden oder etwa 1,5% des Umlaufs. Offenbar werden Anleihen vorwiegend außerbörslich umgesetzt.

II. DIE BÖRSLICHEN SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN ITALIEN

1. Der Terminhandel

Alle Aktien werden per Termin gehandelt, und zwar in der Regel per Ultimo. Darüber hinaus werden meist alle Wandelobligationen am Terminmarkt umgesetzt, im Gegensatz zu Aktien werden sie aber auch am Kassamarkt notiert. Der Handel beginnt um 10 Uhr an zwei großen Ringen, auf die die Werte aufgeteilt sind. Sie werden in einer A-Liste und in einer B-Liste erfaßt; die frühere C-Liste mit eigenem Ring wurde mangels Umsatz den beiden anderen Ringen zugeordnet. Ab 10 Uhr werden die Eröffnungskurse (prezzi di apertura) festgestellt. Ein Mitglied der Maklerkammer oder ein von diesem Kommittee beauftragter Makler sowie ein Beamter der Handelskammer rufen die einzelnen Werte in der Reihenfolge der jeweiligen Liste auf (Call-System, Handel nach Aufruf; A-Call, B-Call, C-Call). Nach Nennung des Titels treten die anwesenden kontrahierungswilligen Makler und ihre Vertreter in eine Gesamtverhandlung ein. Sie rufen sich gegenseitig Geld- und Briefkurse (denaro und lettera) und, falls von der festgelegten Schlußeinheit abgewichen wird, die dazugehörenden Mengen zu. Ausgehend von den Schlußkursen des letzten Handelstages sowie der Vorbörsentendenz können die Beteiligten sich auf diese Weise rasch ein Stimmungsbild verschaffen. Wie beim französischen Handel à la criée (vgl. S.151) wird ein Kurs ermittelt, zu dem Angebot und Nachfrage ausgeglichen werden können.

Nach dem Ende des Eröffnungs-Call um 11.10 Uhr beginnt der Handel in beliebigen Werten an zwei kleineren Ringen

zu Einzelkursen (prezzi durante). Im offiziellen Kursblatt sind deshalb neben den Eröffnungs- und Schlußkursen auch Spalten für Höchst- und Tiefstpreise des Tages vorgesehen. Allerdings kommen in kaum einem Wert täglich mehrere Einzelkurse zustande, abgesehen von den Stamm- und Vorzugsaktien der FIAT.

Von 11.30 Uhr bis gegen 13 Uhr werden die Schlußkurse (prezzi di chiusura, prezzi del listino) nach demselben Verfahren wie bei den Eröffnungskursen festgestellt. Kommen keine Umsätze zustande, so wird ein Taxkurs (prezzo nominale) notiert. Diese Schlußkurse sind die amtlichen Kurse. Sofern der Anleger nicht ausdrücklich den Abschluß zum Eröffnungskurs gefordert hat, wird seiner Abrechnung dieser amtliche Kurs zugrunde gelegt. Werte des C-Call werden nur bei der Schlußnotierung aufgerufen. Neben den festen Termingeschäften per Ultimo werden in Italien auch bedingte Termingeschäfte in einigen umsatzstarken Aktien abgeschlossen. Für diese Geschäfte steht einer der kleinen Ringe zur Verfügung, an dem zu Einzelkursen gehandelt wird. Die Umsätze dieses Marktsegments sind bescheiden.

2. Der Kassahandel

Alle festverzinslichen Wertpapiere werden auf Kassabasis an einem der großen Ringe umgesetzt. Das Handelsverfahren gleicht grundsätzlich dem bei der Eröffnung des Aktienhandels. Die Anleihen werden aber nur einmal am Tag aufgerufen, so daß jeden Tag nur ein einziger Gesamtkurs notiert wird.

III. DIE AUSSERBÖRSLICHEN SEGMENTE DES ITALIENISCHEN EFFEKTENMARKTES

1. Der außerbörsliche Handel in börsennotierten Werten

Dieses Marktsegment umfaßt die umfangreichen Transaktionen der Banken und die Aktivitäten von Kommissionsagenten und Finanzgesellschaften, seien es nun Kompensationen von Kundenorders im eigenen Institutsnetz oder Geschäfte für eigene Rechnung. Die meisten größeren Banken führen auch Kleinaufträge außerbörslich aus. Weiterhin sind hier spezielle Märkte für Blocks und Pakete zu nennen, die von den Banken beherrscht werden. Schließlich findet auch ein vor- und nachbörslicher Telefonhandel statt.

2. Der Handel in nicht notierten Werten

Für die nicht an der Börse notierten Werte entwickelte sich schon früh ein organisierter Markt (mercato ristretto - M. R.). Die Anfänge des Mailänder M. R. liegen in den dreißiger Jahren; erste Schritte zur personellen und technischen Organisation wurden aber erst nach Ende des Zweiten Weltkrieges im Zuge des Wiederaufbaus getan. In jüngster Zeit hatten sich mercati ristretti in Roma, Genova, Torino, Firenze und Napoli entwickelt. Es wurden insgesamt 127 Titel von 124 Gesellschaften in wöchentlichen Zusammenkünften gehandelt. Weitaus am bedeutendsten war der M. R. von Milano mit 109 gehandelten Gesellschaften und einem Umsatz, der selbst im Vergleich mit den offiziellen Transaktionen an der Mailänder Börse

Gewicht hatte und die Umsätze an anderen italienischen Börsen übertraf. Alle Umsätze betrafen Kassageschäfte.

Diese Aktivitäten sind seit der letzten Sitzung des mercato ristretto in Milano am 12.5.75 durch Urteil des Kassationshofs unterbunden worden. Die mercati ristretti hatten nämlich einen offiziösen Charakter bekommen: Der Handel wurde von den agenti di cambio organisiert, die wöchentlichen Versammlungen fanden in einem besonderen Raum des Börsengebäudes statt; ferner wurde im Call-Verfahren für jeden Wert ein einziger Gesamtkurs ausgehandelt, und schließlich bestand eine gewisse öffentliche Überwachung durch das Comitato di Vigilanza del Mercato Ristretto - gebildet von fünf agenti di cambio - und durch einen Vertreter der Börsendeputation und eines Inspektors des Schatzministeriums, die gelegentlich dem Handel beiwohnten. Anfangs wurden Kurse und Umsätze im offiziellen Kursblatt bekanntgemacht, später durch die angesehene Finanzzeitung "Il Sole - 24 Ore". Das Urteil stützte sich auf die restriktive Auslegung des Art. 9 Abs. 1 Nr. 3 des Gesetzes Nr. 272 vom 20.3.1913 in Verbindung mit den Ausführungsbestimmungen vom 4.8.1913. Danach müssen die Börseneinrichtungen jedem verschlossen bleiben, der an einem außerbörslichen Handel teilnimmt; demnach sind agenti di cambio vom Börsenhandel auszuschließen, wenn sie an solchen Versammlungen teilnehmen oder Transaktionen für Personen durchführen, die einen außerbörslichen Handel unterstützen.

Ein solch scharfer Eingriff in funktionierende Märkte ist zwar durch Hinweis auf bestehende Gesetze zu rechtfertigen. Trotzdem ist zu fragen, ob die gesetzliche Grundlage solcher Aktionen noch sinnvoll oder durch wirtschaftliche Entwicklungen überholt ist. Die mercati ristretti hatten eine Funktion als Testmarkt vor einer späteren Zulassung zum offiziellen Handel. Von den acht im Jahre 1974 an der Mailänder Börse zugelassenen Gesellschaften wurden vier zuvor auf dem mercato ristretto gehandelt. Weiterhin wurden einige Werte, die an bestimmten Börsen offiziell notiert wurden, an anderen Plätzen auf dem M. R. umgesetzt. Der Reiz eines Handels auf dem M. R. lag für die Emittenten in den einfacheren Zulassungsbestimmungen. Das ungebrochene Handelsinteresse führte dazu, daß sich gegenwärtig die CONSOB mit der Möglichkeit der Wiederaufnahme der Notierungen in bisheriger oder geänderter Form beschäftigt, u. U. unter ihrer Aufsicht. Auch im Parlament ist schon zum zweiten Mal ein entsprechender Gesetzentwurf eingebracht worden.

Da das Umsatzbedürfnis nicht mit der Schließung der M. R. erloschen war, entwickelten sich spontan neue Märkte. Neunzehn Banken, deren Aktien bisher auf dem mercato ristretto von Milano gehandelt wurden, bildeten einen Pool, um Handelsmöglichkeiten in ihren eigenen Aktien bieten zu können. Der Handel findet jeden Mittwoch per Telefon statt. Es wird die übliche Provision berechnet. Die Kurse und Umsätze werden in "Il Sole - 24 Ore" veröffentlicht. Heute spielt der Banco Ambrosiano eine führende Rolle in diesem Segment.

Eine ähnliche Initiative wurde sofort nach Schließung des M.R. von der angesehenen privaten Finanzgesellschaft "La Centrale Finanziaria" in Milano ergriffen, die schon seit langem im außerbörslichen Handel aktiv ist. Täglich von 10 bis 16.30 Uhr vermittelt dieses Unternehmen zwischen Banken, institutionellen Anlegern und agenti di cambio Geschäfte im Telefonverkehr. "La Centrale" hält sich grundsätzlich bereit, einen Markt in allen bisher auf dem M.R. gehandelten Werten zu machen, versucht aber, die Transaktionswünsche der Kundschaft möglichst ohne Eigenhandel zu erfüllen. Im Laufe der Zeit hat sie sich auf Werte aus ihrer eigenen Finanzgruppe konzentriert und hier insbesondere auf Bankaktien. Notierungen und Umsätze werden täglich im oben genannten Finanzblatt veröffentlicht.

In Genova und in Firenze lebt der mercato ristretto mit erheblich reduziertem Volumen als Telefonverkehr weiter. In Torino wurde ein Experiment mit einer computergestützten Abwicklung des außerbörslichen Handels begonnen; einmal wöchentlich werden die Interessenten in einem Papier auf diese Weise einander bekannt gemacht. Auch die agenti di cambio in Mailand nehmen weiterhin am außerbörslichen Handel teil. In einem Nebenraum des Börsengebäudes können sie auf einer Tafel Zettel aushängen, auf denen sie den Titel, den sie handeln wollen, und ihr Gebot nennen. Interessierte Makler werden auf diese Weise informiert, wer als potentieller Kontrahent infrage kommt, ohne daß sie dabei gegen das Verbot der Teilnahme an einer inoffiziellen Händlerversammlung verstoßen. Da in einigen Fällen die Annahme des Gebotes direkt auf dem aushängenden Zettel notiert wird, hat man es hier mit einer Art schriftlichem "Verkehr" zu tun. Die Nachkommen des früheren M.R., der Telefonverkehr von Banken und La Centrale sowie der Handel zwischen agenti, setzen ein Volumen um, das dem vor der Schließung des M.R. entspricht.

J. DIE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN JAPAN

I. TEILNEHMER UND WERTE

Infolge des amerikanischen Einflusses nach dem Zweiten Weltkrieg haben spezialisierte Effektenhandelsbetriebe eine zentrale Stellung auf dem Zirkulationsmarkt Japans erlangt, während die Banken dort im wesentlichen auf eine Anleger- und Zubringerfunktion beschränkt wurden. Da sich für die Institutionen des japanischen Effektenhandels vielfach angelsächsische Ausdrücke eingebürgert haben, werden diese Effektenhandelsbetriebe auch hier als securities companies bezeichnet. Der Umfang ihrer Geschäftstätigkeit richtet sich nach der Lizenz, die sie vom Finanzministerium erhalten haben. Alle Firmen dürfen sich an Zirkulationsmarkt-Transaktionen beteiligen, die meisten sowohl für eigene als auch für fremde Rechnung. Von wenigen Ausnahmen abgesehen, sind den securities companies auch Emissionsmarkt-Transaktionen erlaubt, zumindest die Beteiligung am Vertrieb von neuen Effekten, während das Underwriting Gesellschaften mit einem Eigenkapital von wenigstens Yen 1 Mrd. vorbehalten ist; nur knapp die Hälfte der securities companies darf das Underwriting betreiben. Allein securities companies können Mitglied einer Börse werden.

Nach Erlaß des grundlegenden Securities and Exchange Law von 1948 gab es bald mehr als tausend securities companies, Ende 1974 dagegen nur noch 260 solcher Gesellschaften, die über 1.646 Zweigstellen und 86.000 Mitarbeiter verfügten. Die "großen Vier" haben einen Anteil von über 50% an allen Effektenumsätzen mit Anlegern, und weit über 90% entfallen auf die 140 primär anlegerprovisionsorientierten Gesellschaften, die Mitglieder wenigstens einer der acht Effek-

tenbörsen sind. Ihre Spannenerträge machten in den letzten fünf Jahren etwa 10% ihrer Provisionserträge aus.

Tabelle J - 1

Mitglieder und Umsatzanteile der japanischen Effektenbörsen

Börse	Zahl der Mitglieder Ende 1974		Anteil am Effektenumsatz 2) im Jahre 1974 (in Prozent)
	insgesamt	davon Saitori	
Tokyo	95	12	78,4
Osaka	58	5	17,4
Nagoya	34	3	3,1
Kyoto	19	-	0,4
Fukuoka	17	-	0,2
Hiroshima	16	-	0,2
Niigata	15	-	0,3
Sapporo	12	-	0,1
Alle Börsen	160[1)]	20	100

1) Wegen der Mehrfachmitgliedschaften ist diese Zahl kleiner als die Summe der in dieser Spalte angegebenen Mitglieder.

2) Gesamtumsatz 65 Mrd. Stück Aktien. Geht man vom Umsatz zu Marktwerten aus, so ergeben sich etwas andere Anteile. Vgl. hierzu Tabelle J - 4.

Wie Tabelle J - 1 zeigt, gibt es neben den 140 primär anlegerprovisionsorientierten Börsenfirmen 20 mitgliederprovisionsorientierte Börsenmitglieder. Sie werden in Tokyo und Nagoya Saitori, in Osaka Nakadachi genannt. Den Saitori ist im Gegensatz zu den anderen Börsenmitgliedern der Eigenhandel grundsätzlich verboten. Eigenhandels-

geschäfte der primär anlegerprovisionsorientierten Mitglieder machten anfangs der Sechziger Jahre etwas über 50% aller Aktientransaktionen aus; fast alle Kundenaufträge dürften demnach gegen das Gebot oder den Auftrag eines Mitglieds ausgeführt worden sein. In den Jahren 1973 - 75 lag dieser Anteil nur noch bei 22%. Dieser scharfe Rückgang des Eigenhandelsanteils dürfte vor allem auf drei Aufsichtsmaßnahmen zurückzuführen sein. Seit 1965 sollen die Mitglieder nur noch für eigene Rechnung handeln, wenn Kundenaufträge sonst nicht ausgeführt werden können. Außerdem dürfen Spannenerträge der Mitglieder seit 1965 nur noch zu 30% ausgeschüttet werden, 70% sind für fünf Jahre den Rücklagen zuzuführen, und als dritte Maßnahme wurde der Anteil von Aktien am Reinvermögen der securities companies zunächst auf maximal 50%, 1973 auf maximal 40% festgesetzt.

Schließlich widmen sich zwei Börsenfirmen hauptsächlich der Aufgabe, die verschiedenen Börsen zu verbinden. Sie sind in Tokyo und/oder Osaka zugelassen, und die eine oder die andere Firma hat an jeder der sechs übrigen Börsen einen speziellen Mitgliedschafts-Status. Wenn Aufträge an einer der kleinen Börsen mangels Gegenorders nicht ausgeführt werden können, aber in Tokyo oder Osaka ausführbar erscheinen, werden sie einer dieser Firmen übergeben, die sie dann dort ausführt und dafür eine besondere Mitgliederprovision erhält. Die großen securities companies brauchen diesen Service nicht in Anspruch zu nehmen, da sie selbst Mitglieder der Börsen in Tokyo und Osaka sind und daher Aufträge jederzeit intern von den kleinen Börsen dorthin transferieren können.

Vor dem Zweiten Weltkrieg war das feste Effektentermingeschäft die weitaus bedeutendste Transaktionsform. Seither werden jedoch grundsätzlich nur Kassageschäfte abgeschlossen und am dritten vollen Börsentag nach Abschluß erfüllt. Mehr als ein Viertel aller Transaktionen sind aber Kreditkäufe oder Leerverkäufe, so daß trotz des Übergangs zum Kassahandel ein starkes Terminelement erhalten geblieben ist. Ähnlich wie in den Vereinigten

Staaten sind die Margin-Transaktionen hoheitlich reglementiert, und das Finanzministerium ändert die Mindesteinschußsätze von Zeit zu Zeit. Um das Angebot an Krediten und Effekten für Margin-Transaktionen über das der securities companies und der Banken hinaus auszudehnen, wurden Spezialinstitute geschaffen, die securities finance companies. Ihr Geschäft ähnelt dem einer Prolongationskasse. Gegenwärtig gibt es drei solcher Gesellschaften. Ihre Aktiva belaufen sich insgesamt auf weniger als Yen 300 Mrd.

Die Aufsicht über das Effektenwesen liegt seit 1952 direkt beim Finanzministerium, das hierfür Mitte 1964 eine spezielle Abteilung mit sieben Unterabteilungen eingerichtet hat. Daneben nehmen regionale Untergliederungen des Finanzministeriums Aufsichtsfunktionen wahr. Neben der Aufsicht über die securities companies, die Börsen, die securities finance companies und die Investmentfonds ist diesen Stellen auch die Aufsicht über die rund 5.000 Wirtschaftsprüfer sowie die Kontrolle der Publizität aller Emittenten übertragen, deren Aktien regelmäßig börslich oder außerbörslich gehandelt werden. Zu den Aufsichtsaufgaben des Finanzministeriums gehört es insbesondere auch, die Provisionssätze der securities companies auf Vorschlag der Börsen festzusetzen. Allein für die periodische Prüfung der professionellen Marktteilnehmer verfügt das Ministerium über 220 speziell ausgebildete Inspektoren. Die Kontrolle durch die Regierung wird durch die Selbstkontrolle der securities companies durch die Börsen und durch die Securities Dealers Association of Japan ergänzt. Die Securities Dealers Association entstand 1973 aus der Fusion regionaler Vereinigungen und hat vor allem Richtlinien für das Effektengeschäft erarbeitet und fortentwickelt, insbesondere zum Schutze der Anleger. Sie nimmt auch die Examina ab, mit denen sich Effektenberater für ihre Tätigkeit qualifizieren müssen. Ihr gehören gegenwärtig alle securities companies an.

Obwohl verläßliche Statistiken fehlen, kann man davon ausgehen, daß es in Japan wenigstens 6 Millionen private Aktionäre gibt. Jeder 7. Haushalt besitzt Wertpapiere. Die Publikumsaktionäre hielten 1973 ein knappes Drittel des Aktienumlaufs (vgl. Tabelle J - 2). Damit ist ihr Anteil geringer als 1945, als sie noch mehr als die Hälfte aller Aktien besaßen. Nach dem Kriege hat sich ihr Anteil im Zuge der Zerschlagung der Zaibatsu und der Demokratisierung des Aktienbesitzes bis 1950 auf 61% erhöht, ist seither jedoch kontinuierlich zurückgegangen. Anders als z.B. in den angelsächsischen Ländern ist diese Entwicklung nicht die Folge einer Institutionalisierung des Effektenbesitzes, sondern vielmehr das Ergebnis der Bemühungen von gewerblichen Unternehmen, Versicherungen und Kreditinstituten, über Aktienbesitz die Geschäftspolitik anderer Gesellschaften dort zu bestimmen, wo sie eigene Interessen berührt. Auch die vorbeugende Abwehr ausländischen Einflusses motivierte diese Aktienbesitzkonzentration, die Hojinka oder Korporatisierung genannt wird. Da die Korporatisierung zu einer Zunahme des Dauerbesitzes führt, ergibt sich nicht wie anderswo bei der Institutionalisierung eine Belastung des Zirkulationsmarktes durch eine erhebliche Zunahme großer Transaktionen. Vielmehr macht sie sich in einer gewissen Marktenge bemerkbar und bremst das Umsatzwachstum. Nach einer Erhebung, die 70% der Umsätze der Ersten Sektion der Tokyoter Börse erfaßt, belief sich der Anteil von individuellen Anlegern, ohne Unternehmen, am Börsenumsatz zu Marktwerten 1975 (1973) auf 58% (64%), der von Ausländern auf 4,7% (5,4%), der von Investmentgesellschaften, Banken und Versicherungen auf 7,9% (5,7%).

Die Aktien von rund 2.600 Gesellschaften werden in Japan mit einer gewissen Regelmäßigkeit gehandelt. Die Aktien von 1.709 Gesellschaften mit einem Nominalwert von Yen 9 Billionen (Marktwert etwa Yen 40 Bio.) waren Ende 1974 an einer oder mehreren Börsen zugelassen. Die Zahl der an den einzelnen Börsen zugelassenen Gesellschaften ergibt sich aus Tabelle J - 3. Die Aktien der größeren Gesellschaften werden

Tabelle J - 2

Prozentuale Anteile des Effektenbesitzes verschiedener Anlegergruppen am Umlauf von Effekten inländischer Emittenten

Anlegergruppe	Anteil in Prozent des Umlaufs von	
	Aktien[1]	Anleihen[2]
Privatpersonen	32,7	21,6
Kreditinstitute	17,3	72,2[3]
Versicherungen	15,7	0,7
Investmentfonds	1,2	.
securities companies u. securities finance companies	2,4	.
nichtfinanzielle Unternehmen	27,5	5,6
Behörden	0,2	0,0
Ausländer	2,9	.

1) Umlauf börsennotierter Aktien Ende 1973 150 Mrd. Stück. Der Anteil des Effektenbesitzes der Privatpersonen am Umlauf aller japanischen Aktien zu Nominalwerten von Yen 13,5 Bio. Ende 1974 (1973: Yen 12,5 Bio.) betrug 35,6% (1973: 35,0%), der der nichtfinanziellen Unternehmen 37,2% (1973: 35,2%).

2) Gesamter Anleihenumlauf Ende 1973 zu Nominalwerten Yen 36,4 Bio.

3) Diese Angabe enthält auch den Anteil der Zentralbank, der Investmentfonds, der securities companies und der securities finance companies. Der Anteil der Zentralbank beträgt 2%, der Anteil der Geschäftsbanken 26,2%.

üblicherweise an allen Börsen notiert. Der Nominalwert aller umlaufe den Aktien belief sich auf Yen 13,5 Bio. Von den etwa 6.200 umlaufenden Anleihen mit einem Nominalwert von Yen 43,6 Bio. Ende 1974 werden dagegen nur 360 an den drei größten Börsen gehandelt; die anderen Börsen notieren keine Anleihen. Außerdem werden einige hundert Titel regelmäßig im außerbörslichen Verkehr umgesetzt. Der

Anleihenhandel findet überwiegend außerbörslich statt. Die Börsenumsätze in Anleihen betrugen nur 3% der gesamten Anleihenumsätze des Jahres 1974 von Yen 16,7 Bio. und resultierten ganz überwiegend aus Umsätzen von 235 Wandelanleihen.

Tabelle J - 3

Zahl der Börsengesellschaften[1)]

Börse	Zahl der Börsengesellschaften	
	Ende 1975	Ende 1969[2)]
Tokyo	1.414	1.250 (538)
Osaka	988	862 (164)
Nagoya	472	434 (60)
Kyoto	231	228 (3)
Hiroshima	178	170 (5)
Fukuoka	238	222 (8)
Niigata	201	194 (11)
Sapporo	193	183 (11)

1) Gesellschaften, deren Aktien zum Stichtag an einer Börse zugelassen waren.

2) Die Zahl in Klammern gibt die Gesellschaften an, deren Titel ausschließlich an der jeweils genannten Börse notiert waren. Hieraus wird die geringe Bedeutung der kleineren Börsen selbst als Märkte für Lokalwerte deutlich.

II. BÖRSLICHE SEGMENTE DES JAPANISCHEN ZIRKULATIONSMARKTES

Wenn man von Segmenten des japanischen Börsenhandels spricht, dann liegt es nahe, sofort auf die übliche Einteilung in Erste und Zweite Sektion einzugehen. Diese Einteilung findet sich an den größten Börsen des Landes, Tokyo, Osaka und Nagoya.

Sie wurde 1961 eingeführt. Damals ließen die drei Börsen die Aktien einiger hundert Gesellschaften zu, die bis dahin nur außerbörslich in wachsendem Umfang umgesetzt wurden; ihr Umsatz hatte fast 20% der Börsenumsätze erreicht. Dadurch sollten die Anleger in diesen Titeln in den Genuß des geordneten und transparenten Handelsverfahrens der Börsen kommen. Die seinerzeit bereits zugelassenen Titel konstituierten die Erste Sektion, die aus dem außerbörslichen Bereich neu zugelassenen Werte die Zweite Sektion. Nach einem Jahr in der Zweiten Sektion kann ein Titel in die Erste Sektion aufsteigen. An der Börse von Tokyo waren 1974 881 Aktien der Ersten und 509 der Zweiten Sektion zugewiesen. In der Ersten Sektion fallen über 90% aller Börsenumsätze an. Die Schlußeinheit beträgt in beiden Sektionen seit 1972 1.000 Stück, bis dahin betrug der Mindestschluß in der Zweiten Sektion 500 Stück.

1961 mag diese Trennung der beiden Titelgruppen sehr sinnvoll gewesen sein, da die Titel sich in ihrer Qualität stark unterschieden. Heute sind diese Unterschiede jedoch gering. Es wird im wesentlichen auf das Umsatzpotential eines Titels abgestellt, in Tokyo bestimmt durch dessen tatsächliche Umsätze (wenigstens 200.000 Stück/Monat) und die Streuung der Aktie (3.000 Aktionäre mit wenigstens 1.000 und höchstens 50.000 Stück pro Aktionär, mindestens 20 Mio. Aktien im Streubesitz). Hierbei ist zu beachten, daß in Japan der Durchschnittskurs börsennotierter Aktien etwas unter Yen 300 liegt, so daß diese Anforderungen wenig mehr als eine regelmäßige Notierbarkeit bedeuten. In die Zweite Sektion kann eine Gesellschaft bereits mit 3 Mio. Aktien im Streubesitz und mit 2.000 Aktionären aufgenommen werden. Mit der Aufnahme in die Erste Sektion bescheinigt die Börse dem Emittenten zwar auch eine gewisse Ertragskraft und den Verzicht auf Falschinformationen in den Jahresabschlüssen der letzten fünf Jahre, aber gerade hier haben die Börsen

sehr unangenehme Überraschungen erlebt, und diese Anforderungen werden auch an Werte der Zweiten Sektion gestellt. Die Börsen von Osaka und Nagoya stellen ähnliche, aber etwas geringere Anforderungen für die Zulassung zur Ersten Sektion. Die Werte beider Sektionen werden grundsätzlich nach demselben Verfahren gehandelt. Eine Aktie, die an einer Börse in der Ersten Sektion zugelassen ist, wird an keiner anderen Börse in der zweiten Sektion gehandelt, falls sie an mehreren Börsen notiert wird. Die Börsen stufen die Aktien prompt in die Erste Sektion ein oder in die Zweite zurück, oder sie entziehen die Börsenzulassung, wenn der Emittent die entsprechenden Kriterien erfüllt bzw. nicht mehr erfüllt. Der Sinn dieser konsequenten, aber nur sehr begrenzt aussagefähigen Einteilung ist nicht ohne weiteres ersichtlich. Es ist daher nicht erstaunlich, daß in Japan Stimmen laut geworden sind, die sich für die Zusammenlegung der Sektionen aussprechen. Daher wird im folgenden auch nicht auf die Trennung in Sektionen abgestellt, sondern auf unterschiedliche Handelsverfahren, die sich am börslichen Zirkulationsmarkt beobachten lassen.

1. Der Handel in den großen Werten

Die Börsen von Tokyo und Osaka stellen für die umsatzstärksten Aktien ein besonderes Marktsegment zur Verfügung, in das in Tokyo acht, in Osaka zehn Titel einbezogen sind. Hier wird nach dem Gekitaku-Verfahren gehandelt. Anfangs- und Schlußkurse werden ohne Vermittlung eines Saitori festgestellt, und zwar jeweils zu Beginn und Ende des Handels am Vormittag (9 - 11 Uhr) und am Nachmittag (13 - 15 Uhr). Zwischen den Anfangs- und Schlußkursen können die Titel fortlaufend gehandelt werden. Alle Kurse in diesem Marktsegment sind grundsätzlich Gesamtkurse. Man glaubt, das hohe Orderaufkommen in diesen Spitzenwerten mit dem Gekitaku-Verfahren sehr effizient, insbesondere schnellstmöglich und zu weitgehend einheitlichen Kursen bewältigen zu können.

Beim Gekitaku-Handel ruft ein Börsenangestellter die Werte an einem besonderen post nacheinander auf, an dem sich die Chefhändler der Mitgliedsfirmen versammelt haben. Indem die Mitglieder ihre Gebote nennen, werden zunächst die höchsten Geldkurse und die niedrigsten Briefkurse ermittelt, welche die Mitglieder für eigene Rechnung oder für Rechnung der Kundschaft zu bieten bereit sind. Der höchste Geldkurs wird etwas unter dem niedrigsten Briefkurs liegen.

Daraufhin beginnt der eigentliche Handel. Der Börsenangestellte signalisiert Geld- und Briefkurs durch Handzeichen, und die Mitglieder zeigen die Zahl der Schlußeinheiten, die sie zu einem der beiden Kurse geben oder nehmen wollen. Um zu Abschlüssen zu kommen, werden dann einige Händler ihre Briefkurse senken oder ihre Geldkurse erhöhen. Sowie zwei oder mehr Gebote einen Abschluß erlauben, wird er fixiert, allerdings zu einem provisorischen Kurs, z.B. zum Kurs von 172. Wer zu diesem provisorischen Kurs abgeschlossen hat, könnte als provisorischer Netto-Käufer oder als provisorischer Netto-Verkäufer bezeichnet werden, da er noch die Möglichkeit hat, sich in der stattfindenden Kollektivverhandlung ganz oder teilweise glattzustellen, denn für alle Abschlüsse gilt der endgültige Kurs, nicht der provisorische.

Gewöhnlich werden sich Angebot und Nachfrage zum provisorischen Kurs nicht ganz ausgleichen. Überwiegt die Nachfrage, dann präsentiert der Angestellte den nächsthöheren Kurs (173). Zu diesem Kurs wird zunächst weniger Nachfrage da sein, und es sollte ein zusätzliches Angebot "laut" werden, entweder weil zusätzliche Aufträge ausführbar werden oder weil einigen provisorischen Netto-Käufern der Kurs von 173 zu hoch ist; sie stellen sich daher glatt, indem sie die Stücke, die sie zu 172 zu kaufen gehofft hatten, wieder anbieten. Decken sich zu 173 Angebot und Nachfrage, wird der Kurs festgestellt, und alle Abschlüsse werden zu diesem Kurs abgerechnet. Es kann jedoch durchaus vorkommen, daß mehr als zwei Schritte nötig sind, um sich an das Gleich-

gewicht heranzutasten oder daß schon die erste Verhandlungsrunde zu einem vollständigen Ausgleich führt. Der Ausgleich ist leichter herbeizuführen, als es nach der Struktur des Gekitaku-Verfahrens erwartet werden mag, da die Mitglieder bereit zu sein pflegen, Spitzen dadurch zu beseitigen, daß sie den Umfang der Gebote etwas erhöhen oder reduzieren. Nur die endgültigen Netto-Verkäufe gehen in die Umsatzstatistik ein.

Wie erwähnt, kann zwischen den Eröffnungs- und Schlußkursen jederzeit in den Gekitaku-Werten gehandelt werden. Die Mitglieder schließen direkt miteinander ab. Allerdings koordiniert auch hier der zuständige Börsenangestellte den Handel. Er gibt den Kurs vor, zu dem sich seiner Meinung nach der Markt weiterhin geräumt halten läßt. Gleichen sich Angebot und Nachfrage nicht aus, so tastet er sich mit höheren oder niedrigeren Kursen an das neue Gleichgewicht heran, und erst wenn keine Spitze mehr verbleibt, sind weitere Abschlüsse und ein neuer Kurs zustandegekommen. Börsenangestellte fertigen die Schlußnoten an und lassen sie von den Parteien bestätigen.

2. Der Handel über Saitori-Firmen

Die Masse der börsennotierten Aktien der Ersten und Zweiten Sektion wird mit Hilfe von Saitori gehandelt. Alle Aufträge müssen der zuständigen Saitori-Firma am post des betreffenden Titels übergeben werden. Sie erhält für ihre Dienste eine von der Börse festgelegte Mitgliederprovision. Die Eröffnungskurse am Vormittag und am Nachmittag errechnet der Saitori mit Hilfe der Itayose-Methode. Während der gesamten übrigen Börsenzeit kann nach dem Zaraba-Verfahren fortlaufend unter Einschaltung des Saitori gehandelt werden.

Bei der Itayose-Methode ermittelt der Saitori auf der Basis der vorliegenden Aufträge einen Gesamtkurs nach dem Maximalumsatzprinzip, wie es auch an vielen anderen Börsen der Welt üblich ist. Alle Kaufaufträge, die unlimitiert oder höher limitiert sind als der schließlich festgestellte Kurs und alle unlimitierten oder niedriger limitierten Verkaufsaufträge müssen vollständig ausgeführt werden; alle zum Kurs limitierten Aufträge müssen mit wenigstens einer Schlußeinheit bedient werden, wobei alle diejenigen Kauf- oder Verkaufsaufträge, die von einer Mitgliedsfirma aufgegeben wurden, als ein einziger Auftrag gelten. Wenn die Auftragslage einen Ausgleich nicht gestattet, kommt es auch hier vor, daß der Saitori versucht, einzelne Mitglieder dazu zu bewegen, ihre Auftragsvolumina der Situation anzupassen.

Das Zaraba-Verfahren entspricht dem auch anderswo üblichen Handel zu fortlaufenden Einzelkursen. Sowie ein Auftrag eingeht, der einen Umsatz ermöglicht, schließt der Saitori das Geschäft ab, stellt wie in allen anderen Fällen eine Schlußnote aus, läßt sie von den Parteien bestätigen und leitet den Kurs dem zuständigen Börsenpersonal von seinem post zur Eingabe in das Kursanzeigesystem weiter. Die Ermittlung des Kurses für die einzelnen Abschlüsse ist Sache des Saitori. Er verhandelt nicht erst mit dem Angestellten der securities company, der ihm einen Auftrag bringt. Läßt die Limitierung der vorliegenden Aufträge dem Saitori einen Ermessensspielraum, so muß er den Kurs wählen, der dem vorhergehenden am nächsten liegt. Außerdem ist der Spielraum des Saitori dadurch eingeengt, daß er die durch Limitierung und Eingangszeit vorgegebene Rangfolge der Aufträge in seinen Unterlagen fixieren muß und sie strikt zu beachten hat. Da Saitori-Zwang besteht - alle Aufträge, auch kompensierbare, müssen über ihn laufen - und da er nicht für eigene Rechnung handeln darf, ist die Neutralität des Saitori grundsätzlich abgesichert. Um anlegerschädigende Eingriffe anderer Handelsberechtigter abzuwehren, hat die Börse vor allem den Handel

der Angestellten drastisch eingeschränkt, insbesondere sind ihnen Margin-Transaktionen und alle Geschäfte verboten, die am selben Börsentag glattgestellt werden.

Diese Kombination von Itayose und Zaraba gilt nicht nur für Aktien, sondern auch für Wandelobligationen, die erst Ende der sechziger Jahre Bedeutung gewannen, 1970 erstmals zum Börsenhandel zugelassen wurden und seither den Anleihenhandel dort dominieren. Auch Auslandsbonds werden so gehandelt, allerdings mit der Einschränkung, daß der Handel für sie auf einen Teil der Börsensitzung konzentriert ist, nämlich auf zweimal 30 Minuten pro Tag. Diese Einschränkung gilt in noch stärkerem Maße für alle anderen Anleihen, für die teils zweimal, teils nur einmal ein Gesamtkurs nach dem Itayose-Verfahren ermittelt wird.

3. Der Handel an den Börsen ohne Saitori

Die fünf kleinen Börsen verfügen über keine Saitori. Das runde Prozent aller Umsätze, das insgesamt auf sie entfällt, verlangt keine ausgefeilte Organisation und trägt keine spezialisierten, mitgliederprovisionsorientierten Firmen. Nur einige hundert Schlußeinheiten werden pro Tag umgesetzt, im Gegensatz zu einigen hunderttausend an der Tokyoter Börse. Trotzdem verfährt man grundsätzlich nach Itayose und Zaraba, allerdings übernehmen Börsenangestellte die Funktion des Saitori, und Mitgliederprovisionen werden nicht berechnet. Die meisten Umsätze erfolgen in Werten, die auch an den Hauptbörsen notiert werden.

Das Interesse richtet sich bei diesen Börsen weniger auf ihre Handelstechnik als auf die Frage, warum sie noch existieren. Einige der kleinen Börsen fragen sich bereits selbst, ob ihre Umsätze ausreichen, um den notwendigen Apparat zu tragen. Nach dem Zweiten Weltkrieg ist nur die Börse in Kobe geschlossen worden, der Mitgliederzahl nach eine der mittleren Börsen. Andere Börsen scheinen ihrem Beispiel folgen zu wollen, doch arbeitsrechtliche Probleme und Widerstände ihrer

Angestellten hindern sie an diesem Schritt. Die Börse von Nagoya erwägt, einen Optionshandel aufzunehmen, um sich dadurch besser auszulasten. Nachdem sich der Anteil der Tokyoter Börse am Gesamtumsatz in den letzten zehn Jahren um rund 12 Prozentpunkte erhöht hat und der Anteil der kleinsten Börsen von 3,1% auf 0,9% gefallen ist (vgl. Tabelle J - 4), scheinen jedoch weitere Börsenschließungen nur eine Frage der Zeit zu sein.

Aus der Sicht der Anleger läßt es sich kaum rechtfertigen, wenn einige Effektenfirmen die lokale Börse stützen wollen und deshalb Kundenaufträge dort zu Kursen ausführen, die von denen an den Hauptmärkten abweichen. Das Auftauchen der Spezialfirmen, die an jeder der sechs kleinsten Börsen Aufträge übernehmen und sie entweder nach Tokyo oder nach Osaka weiterleiten und sie dort ausführen (vgl. oben Abschnitt I), muß daher als wesentlicher Beitrag gewertet werden, Transaktionsrisiken der Anleger abzubauen. Allerdings degradiert ihre Tätigkeit die kleineren Börsen deutlich zu bloßen Einrichtungen zur Kompensation von Aufträgen zum Kurs einer Hauptbörse und zur Weiterleitung gebündelter Auftragsdaten nach Tokyo oder Osaka, Ohne Börsenzwang wäre es durchaus möglich und auch effizienter, wenn die Regionalbüros der beiden Spezialfirmen diese Funktionen ausübten, ohne daß dazu eine Regionalbörse nötig wäre. Für die reinen Regionalwerte mag die Schließung der kleinen Börsen ein Nachteil sein, sie würden an einer größeren Börse kaum beachtet, während sie an einer kleinen Börse bedeutsame Titel sind und dort vermutlich auch mehr Aufmerksamkeit auf sich ziehen als sie im außerbörslichen Verkehr normalerweise gewinnen können. Es ist jedoch fraglich, ob diese Gesellschaften laufende Zulassungsgebühren in ausreichender Höhe zu entrichten bereit wären, um die Kosten der Regionalbörsen zu decken.

Tabelle J - 4

Anteile einzelner japanischer Börsen an den Aktienumsätzen ausgewählter Jahre

Börse von	Anteil in Prozent der Umsätze im Jahr					
	1950	1955	1965	1973	1974	1975
Tokyo	55,0	64,2	69,2	74,0	77,8	82,0
Osaka	27,5	22,2	24,6	22,0	18,3	14,7
Nagoya	6,7	5,5	3,0	2,6	2,8	2,4
Kyoto	2,8	2,2	0,8	0,5	0,4	0,2
Kobe	3,3	1,6	0,6	-	-	-
Hiroshima	1,5	1,5	0,8	0,3	0,2	0,2
Fukuoka	1,3	2,0	0,4	0,2	0,2	0,2
Niigata	1,0	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2
Sapporo	0,8	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
Börsenumsätze insges. in Bio. Yen	0,1	0,4	5,8	20,1	15,9	19,0

III. AUSSERBÖRSLICHE SEGMENTE DES JAPANISCHEN ZIRKULATIONSMARKTES

1. Außerbörslicher Handel in börsennotierten Werten

Grundsätzlich sind alle Mitglieder einer japanischen Börse verpflichtet, Transaktionen in börsennotierten Effekten an einer Börse auszuführen, der sie angehören. Dieser Börsenzwang ist in doppelter Hinsicht eingeschränkt: Zum einen sind nicht alle securities companies Börsenmitglieder, und zum anderen unterliegen Transaktionen bestimmten Umfangs nicht dem Börsenzwang. Die erste Einschränkung ist unerheblich, da die Nichtbörsenmitglieder ihre Aufträge in aller Regel an die Börse geben; eine Reihe dieser Firmen hat hier-

zu sogar gemeinschaftlich eine eigene Gesellschaft gegründet, die Börsenmitglied ist, um über die nur noch bei älteren Firmen hälftige Provisionsteilung hinaus an den Provisionen zu partizipieren. Die zweite Einschränkung hat dagegen nicht nur bei Anleihen, sondern auch bei Aktien eine gewisse Bedeutung, auch wenn man den Emissionsmarkt außer acht läßt, wie es die Aufgabenstellung dieser Arbeit gebietet.

Aktientransaktionen über weniger Stücke, als eine Schlußeinheit ausmachen, sind vom Börsenzwang ausgenommen. Es gibt in Tokyo zwei securities companies, die sich auf solche Transaktionen spezialisiert haben. Auch andere securities companies kaufen regelmäßig "odd lots" von Anlegern, geben aber keine odd lots ab. Sie rechnen gewöhnlich zu einem Kurs unter dem Tageskurs ab, die Höhe des Abschlags schwankt von Papier zu Papier. Wenn bei Aktienemissionen den Altaktionären ein Bezugsrecht eingeräumt wird, entstehen meist odd lots, und der oder die Konsortialführer halten sich dann für eine bestimmte Zeit bereit, Kleinaufträge zum Tageskurs und zu den üblichen Provisionen zu bedienen. Sie berechnen dem Emittenten dafür besondere Gebühren. In allen anderen Fällen sind allgemeine Aussagen über Provisionen und Kurse, zu denen Kleinaufträge erledigt werden, nicht möglich. Odd-lot-Geschäfte fallen vom Volumen her nicht ins Gewicht. Gleiches gilt für andere außerbörsliche Aktientransaktionen in börsennotierten Titeln, wie spezielle Blockgeschäfte, Übernahmeangebote, ausnahmsweiser Handel bei Aussetzung der Börsennotiz, da derartige Transaktionen in Japan selten vorkommen.

Bei börsennotierten Anleihen ist der außerbörsliche Handel dagegen die Regel, abgesehen von Wandelanleihen und einigen Auslandsbonds, deren Hauptmarkt die Börsen sind. Zwar gibt es auch für Aufträge in Regierungsanleihen mit Nominalwerten zwischen Yen 1 Mio. und Yen 4 Mio. den Börsenzwang, und ähnliches gilt für einige andere Titel und für Wandelanleihen,

doch können die Börsenmitglieder ihre Verpflichtung aus dem Börsenzwang bereits ausnahmsweise auch dadurch erfüllen, daß sie die an sich börsenpflichtigen Geschäfte außerbörslich zum Börsenkurs abwickeln und dabei die vorgeschriebenen Provisionssätze berechnen; auch andere securities companies müssen bei solchen Geschäften diese Provisionen in Ansatz bringen.

Die securities companies treten bei außerbörslichen Anleihengeschäften dem Kunden für eigene Rechnung gegenüber. Von den eben geschilderten Ausnahmen abgesehen, sind sie daher nicht an die Provisionsregelungen der Börsen gebunden. In ihrer Preisstellung sind sie aber auf keinen Fall frei. Sie müssen von den Börsenkursen ausgehen und dürfen hierauf nur maximale Sofortigkeitszuschläge oder -abschläge anwenden, die zwar mit der Größe der Transaktion zunehmen, aber bei Regierungsanleihen nicht über 0,5% und bei anderen Anleihen nicht über 0,75% des Börsenpreises hinausgehen.

2. Außerbörslicher Handel in nicht notierten Werten

Der außerbörsliche Handel in Aktien ist weitgehend auf Tokyo beschränkt. Wie bei Anleihen treten die securities companies für eigene Rechnung auf; sie sind hier jedoch in ihrer Preisstellung frei. Obwohl es eine große Zahl von Werten gibt, die von Zeit zu Zeit gehandelt werden, haben nur wenige Titel einen Markt. Nur für etwa 80 Werte registriert die Securities Dealers Association in Tokyo Kurse und Umsätze. Die Umsätze können sich höchstens mit denen der kleinen Börsen messen. Keiner der außerbörslichen Werte kann den Zulassungsanforderungen der Tokyoter Börse entsprechen, obwohl grundsätzlich kein Emittent gezwungen ist, seine Aktien an der Börse notieren zu lassen.

Um von der Securities Dealers Association registriert und in deren Kursinformationsdienst einbezogen zu werden, muß eine Aktie zwei Jahre im Umlauf sein und Dividenden abgeworfen haben. Das Grundkapital des Emittenten muß sich auf Yen 100 Mio. oder mehr belaufen; es sei angemerkt, daß ab Yen 500 Mio. die Börsenzulassung in Tokyo möglich ist. Die Registrierung muß von wenigstens zwei rechtlich selbständigen Mitgliedern der Vereinigung beantragt werden, die sich damit bereit erklären, als market makers tätig zu werden. Sie nehmen diese Verpflichtung aber nicht immer ernst. Daher wurde nach einer zusätzlichen und umfassenderen Regelung der außerbörslichen Auftragsausführung gesucht. 1976 gründeten die securities companies eine Gemeinschaftsstelle, die Over-the-counter Securities Company (Tento Shoken), über die sie ihre Aufträge in nichtbörsennotierten Werten zu möglichst einheitlichen Kursen ausführen lassen. In diese neue Stelle, zu deren Aktionären fast alle securities companies zählen, wurde auch das Informationsbüro für Aktien der Tokyo Securities Dealers Association eingebracht, das seit 1969 Kursinformationen sammelte und verbreitete.

Wie bereits erwähnt, sind die außerbörslichen Umsätze in Anleihen sehr erheblich, da weniger als 400 der insgesamt 6.200 umlaufenden Anleihen überhaupt an einer Börse gehandelt werden können. Diese Umsätze sind in den letzten Jahren sehr schnell gewachsen und erreichten 1975 Yen 12 Bio. Die Masse der Umsätze entfällt auf nichtbörsennotierte Titel. Es ist daher nicht erstaunlich, daß man sich in den letzten Jahren um eine Verbesserung der Organisation dieses Marktes bemüht hat.

Eine Reihe von securities companies sind market makers in Anleihen. Die Securities Dealers Association in Tokyo verlangt von ihren Mitgliedern wöchentliche Kursberichte für rund 270 große Anleihen, hauptsächlich Industrieanleihen mit

einem Emissionsbetrag von mehr als Yen 10 Mrd.; sie stellt danach eine Kursliste zusammen, die jeweils donnerstags veröffentlicht wird. 1968 wurde das Tokyo Center for Over-the-Counter Quotations errichtet. Es erhält von seinen Mitgliedern dreimal wöchentlich Geld- und Briefkurse nichtbörsennotierter Anleihen und verbreitet sie. Das Center gibt außerdem eine wöchentliche Kursliste heraus. Schließlich wurde 1973 von Emissionshäusern und anderen namhaften securities companies eine Gemeinschaftsstelle gegründet, die wie ein Saitori außerbörslich Abschlüsse für andere securities companies vermittelt (Nihon Sogo). Auf sie dürften etwa 10% der außerbörslichen Anleihenumsätze entfallen. Seit einiger Zeit bestehen auch Pläne für eine unabhängige Rating-Stelle.

Sofern für nichtbörsennotierte Anleihen Abschlußkurse veröffentlicht werden, gelten die im vorigen Abschnitt erläuterten Regeln für Sofortigkeitszuschläge und -abschläge auch für nichtbörsennotierte Titel. Um diesen Titeln nicht einen Transaktionskostenvorteil gegenüber börsennotierten Anleihen zu geben, muß auch hier das Provisionsreglement für kleinere Geschäfte angewandt werden.

3. Der Gensaki-Markt

Am Gensaki-Markt werden ganz überwiegend Anleihen gehandelt, börsennotierte und andere. Die Besonderheit dieses außerbörslichen Marktes ist seine Vertragsform. Hier werden die Effekten nicht einfach verkauft, sondern ausschließlich mit der Verpflichtung des Verkäufers umgesetzt, sie nach einer vereinbarten Frist wieder zu einem bestimmten Kurs zurückzukaufen. Solche Pensionsgeschäfte sind auch in anderen Ländern üblich, sie erreichen dort aber bei weitem nicht die Bedeutung wie in Japan, so daß nur hier auf sie eingegangen wird. Als Teilnehmer an Pensionsgeschäften kommen in erster

Linie securities companies, institutionelle Anleger und andere Unternehmen in Betracht.

Die Pensionsgeschäfte sind eine Antwort darauf, wie man Anleihen und u.U. auch andere Titel mobilisieren kann, wenn hoheitliche Maßnahmen, wie die informelle Anordnung von Höchstzinssätzen und die Fixierung maximaler Sofortigkeitsabschläge, und andere institutionelle oder konjunkturelle Einflüsse den unbedingten Verkauf von Anleihen sehr erschweren, eine securities company oder ein anderes Unternehmen aber dringend Zahlungsmittel braucht. Die Ursprünge des Gensaki-Marktes gehen daher auch auf die Mitte der sechziger Jahre zurück, als die securities companies nach umfassenden Kursstützungsoperationen wenigstens einen Teil der von ihnen übernommenen Positionen liquidieren wollten. Auch wenn sich zu zulässigen Konditionen keine Käufer finden würden, kann ein Verkäufer guter Bonität durch seine Verpflichtung zum Rückkauf und durch Anheben des Rückkaufkurses über den Kassakurs marktgerechte Konditionen bieten. Obwohl diese Kursdifferenz als Zinszahlung zu interpretieren ist, werden die zurückgekauften Effekten gewöhnlich zum Rückkaufskurs bilanziert. Man mag hierin ein Beispiel dafür sehen, wie man sich an Nichtausschüttungsgebote für Spannenerträge (vgl. Abschnitt I) anpassen kann, indem man Spannenverluste vereinbart und sie ebenfalls, wenn auch nicht offen, bilanziert.

Der Gensaki-Markt ist in den vergangenen Jahren ebenso wie der Markt für unbedingte Geschäfte in Anleihen sehr rasch gewachsen. Im Jahre 1975 entfiel mehr als die Hälfte aller Anleihenumsätze von Yen 26,2 Bio. auf Pensionsgeschäfte, es wurden am Gensaki-Markt Anleihen im Werte von Yen 14,3 Bio. umgesetzt. Ohne behördliche Kontingentierung des Volumens offener Pensionsgeschäfte hätte sich der Gensaki-Markt vermutlich noch schneller ausgedehnt.

K. DIE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN DEN VEREINIGTEN STAATEN

I. TEILNEHMER UND WERTE

Die konkurrenzlose Größe des Kapitalmarktes und die föderative Struktur des Landes erlauben auf dem Effektenmarkt der Vereinigten Staaten einen Formenreichtum, der schon seit längerer Zeit eine präzise und aktuelle Darstellung erschwert Heute nun steht gerade der Zirkulationsmarkt nach einer mehrjährigen Phase immer rascher aufeinanderfolgender Neuerungen mitten im Umbruch. Die Konzentration des Effektenbesitzes bei institutionellen Anlegern und die Schwierigkeiten der brokers mit der Abwicklung des rapide zunehmenden Geschäftsvolumens Ende der sechziger Jahre kündigten diesen Umbruch an. Er brachte eine Reihe bedeutsamer Entwicklungen und Ereignisse mit sich, im Jahre 1975 die Aufhebung des seit 1792 bestehenden Provisionskartells der New York Stock Exchange und mit dem Securities Reform Act von 1975 ein bundesgesetzliches Programm für eine primär wettbewerbsbestimmte Ordnung des Zirkulationsmarktes. Diese Neuordnung ist keineswegs abgeschlossen. Es ist daher nicht einmal mehr ohne weiteres möglich, einen Überblick über die professionellen Marktteilnehmer zu geben und die verschiedenen Typen von Effektenhandelsbetrieben und ihre Funktion vollständig zu beschreiben.

Die provisions- und spannenorientierten broker-dealers haben jedoch nach wie vor zentrale Bedeutung für den Zirkulationsmarkt, wenn auch die Zahl der Firmen, der Geschäftsstellen und der Mitarbeiter in den letzten Jahren gesunken sind (Tabelle K - 1). Viele dieser Firmen sind sehr klein und nur indirekt mit dem Zirkulationsmarkt verbunden, z.B. über den Vertrieb von Investmentanteilen oder als Zubringer von Aufträgen. Es sind hauptsächlich die rund tausend Börsenmitgliedsfirmen und hier wieder die Mitglieder der New York

Tabelle K - 1

U.S. Broker-dealer-Firmen[1)]

Jahresende	Firmen	Geschäftsstellen	Mitarbeiter
1969	4.681 (622)	13.115 (4.084)	366.000 (165.000)
1974	4.096 (508)	10.406 (3.441)	368.000 (123.000)

1) Die Angaben in Klammern beziehen sich auf die New York Stock Exchange. Sie sind mit den Gesamtzahlen nicht voll vergleichbar, da sich die Gesamtzahlen auf die von der Securities and Exchange Commission registrierten Firmen beziehen. Dieser Registrierung mußten sich bis Ende 1975 solche Börsenfirmen nicht unterziehen, die ausschließlich für Mitglieder und mit Mitgliedern im Börsensaal handelten (z.B. reine specialists und reine floor brokers), sie sind aber in den Angaben für die NYSE enthalten. - Broker-dealer-Firmen, die sich nicht bei der SEC registriert haben, weil sie nur innerhalb eines Staates arbeiten oder ausschließlich mit kurzfristigen oder öffentlichen Titeln handelten, sind in den Gesamtzahlen ebenfalls nicht enthalten. Die Zahl der insgesamt nicht erfaßten Firmen dürfte sich auf wenige hundert belaufen.

Stock Exchange (NYSE), bei denen der Effektenhandel konzentriert ist. Dieser Gruppe gehört das gute Dutzend der national full-line firms an, die das Effektengeschäft in praktisch allen börslichen und außerbörslichen Sparten betreiben und gleichzeitig z.B. auch Aufträge für Warentermingeschäfte ausführen, Lebensversicherungen vermitteln sowie allgemeine Beratungsdienste anbieten. Sie verdienen mehr als die Hälfte aller Provisionen. Dieses universelle Geschäft betreiben noch rund fünfzig weitere Firmen, allerdings beschränkt auf bestimmte Regionen der Vereinigten Staaten. Die großen Emissionshäuser, die auch im Effektenkommissionsgeschäft sehr stark sind, besitzen ebenfalls die Mitgliedschaft der NYSE genauso wie die auf institutionelle Anleger spezialisierten Firmen. Die Mitglieder der NYSE haben daher nicht nur - der Position ihrer

Börse entsprechend - im Börsengeschäft überragende Bedeutung, sie holen auch über 70% der Aufträge in außerbörslichen Werten herein und sind schließlich als market makers dieser Titel sehr bedeutend. Das gilt sowohl für das market making im normalen Geschäft als auch für das market making in Blocks (upstairs market making - im Gegensatz zu dem floor market making der specialists).

Wenn früher von amerikanischen Börsenmitgliedern gesprochen wurde, faßte man anlegerprovisionsorientierte Mitglieder meist unter der Bezeichnung "commission brokers" zusammen und differenzierte zwischen den anderen, den fast ausschließlich am floor der Börse tätigen Mitgliedern, den odd-lot dealers, den floor traders, den specialists und den floor brokers. Den reinen odd-lot dealer gibt es in New York nicht mehr. Sein Geschäft ist zu einer Position in den Sortimenten anderer geworden. Nachdem einige full-line houses in den Jahren 1975 und 1976 begonnen haben, kleine Aufträge (Aufträge in odd lots, also in weniger als einem round lot, einer Schlußeinheit, meist 100 shares) im eigenen Haus zu kompensieren, und zwar zu günstigeren Bedingungen für den Kunden, als die letzte verbliebene Odd-lot-Firma sie bot, wurde dieser Firma die Basis entzogen, und sie gab ihr Geschäft im Mai 1976 auf. Außerdem ist es den Börsen seit dem 1. Mai 1976 verboten, Mitgliederprovisionen zu fixieren, und bei dem odd-lot differential, der den odd-lot dealers zustand, handelte es sich primär um eine solche Provision. Wie an anderen Börsen wickeln nun auch die specialists an der NYSE Odd-lot-Aufträge ab.

Die floor traders oder registered traders handeln auf dem Börsenparkett - dem "floor" - in beliebigen Werten für eigene Rechnung. Sie sind schon im Jahre 1964 durch die Novelle zum Securities Exchange Act sehr stark in ihren Aktionsmöglichkeiten eingeengt worden, so daß ihre Bedeutung weiter abgenommen hat. Da das Securities Reform Act den Eigenhandel grundsätzlich verbietet und für registered traders keine Ausnahme

Tabelle K - 2

Aktiva und Erträge größerer Broker-dealer-Firmen[1)2)]
(in Mrd. Dollar)

Jahr	Aktiva	Erträge		
		insgesamt	davon	
			Provisionen	Spannenerträge
1969	24,2 (18,5)	5,8 (4,5)	2,9 (2,6)	0,7 (0,4)
1974	25,2 (22,2)	5,3 (4,7)	2,6 (2,3)	0,7 (0,6)

1) Im Jahre 1969 insgesamt 2.631 Firmen (1974: 2.005) mit Bruttoerträgen von wenigstens $ 20.000.

2) Die Angaben in Klammern beziehen sich auf primär anlegerprovisionsorientierte NYSE-Firmen (333 Firmen im Jahre 1969).

vorsieht, könnte auch diese Mitgliedsgruppe zu bestehen aufhören, wenn die Securities and Exchange Commission (SEC) nicht bis zum Ende der Übergangsfrist am 1. Mai 1978 eine Ausnahme schafft. Das ist jedoch nur möglich, falls ihre Untersuchungen den Schluß erlauben, der registered trader stehe weder dem Anlegerschutz noch einem fairen und geordneten Ablauf des Handels im Wege.

Die specialists sind bekanntlich sowohl mitgliederprovisionsorientierte Vermittler mit Abschlußvollmacht als auch market makers in den Titeln, auf die sie spezialisiert sind. Ihr Handel als market maker ist gesetzlich von dem allgemeinen Eigenhandelsverbot ausgenommen und damit ungefährdet, obwohl - wie unten zu zeigen sein wird - die Arbeitsbedingungen sich besonders für sie sehr stark ändern werden. Manche specialists fürchten, daß ihre Tätigkeit als Vermittler weitgehend automatisiert werden wird, und dehnen sie daher aus, indem sie mit ihrer bisherigen Kundschaft in Konkurrenz treten und selbst Aufträge direkt von den Anlegern hereinnehmen. Damit lösen sich die traditionellen

Grenzen zwischen commission brokers und specialists auf. Die specialists der NYSE dürfen jedoch anders als ihre Kollegen an den Regionalbörsen keine institutionellen Anleger als direkte Kunden haben. Sollte diese Beschränkung fallen, so dürfte das Geschäft des specialist genauso seinen Platz im Sortiment der full-line firms erhalten, wie ihn schon heute das market making in nichtbörsennotierten Titeln innehat: Einerseits könnten Specialist-Firmen ihr Sortiment weiter ausbauen, andererseits wären wohl die full-line und institutional houses bereit, wenigstens als market maker auch in börsennotierten Werten aufzutreten, sei es an der Börse, sei es außerhalb. Noch erlauben es allerdings die großen Börsen ihren Mitgliedern nicht, Transaktionen in börsennotierten Werten für eigene Rechnung außerbörslich auszuführen; die SEC will jedoch überprüfen, ob den Mitgliedern dieses Recht gewährt werden sollte.

Die floor brokers führen für andere Mitglieder an der Börse Aufträge aus und sind daher mitgliederprovisionsorientiert. Da an amerikanischen Börsen grundsätzlich nur die Mitglieder selbst handeln dürfen, werden floor brokers eingesetzt von Firmen, die entweder keine oder zu wenig Mitglieder auf dem floor haben, um die hereinkommenden Aufträge auszuführen. Gelegentlich mag auch die größere Diskretion bei der Ausführung eines Auftrages durch einen floor broker eine Rolle spielen. Die Vermittlungstätigkeit der floor brokers ist ähnlich wie die der specialists langfristig durch Automatisierungspläne bedroht. An der NYSE werden bereits alle Odd-lot-Aufträge und alle Aufträge über 100 bis 299 Stück und auch andere Aufträge von einigen großen Firmen dem zuständigen specialist direkt elektronisch zugeleitet. Auf kurze Sicht sind die floor brokers aber eher Nutznießer der Reform, da ab 1977 die Mitglieder aller Börsen an jeder beliebigen Börse Aufträge ausführen können. Dadurch könnte der Anteil der Transaktionen für nicht selbst an einer Börse vertretene Mitglieder am Gesamtumsatz zunehmen

und damit auch die Bedeutung der floor brokers. Wie das Problem des Zugangs z.B. zur NYSE für einen broker, der Mitglied nur einer Regionalbörse ist, rechtlich gelöst werden wird, bleibt zunächst noch offen. Ökonomisch ist es wegen der Provisionsfreiheit bereits gelöst, und zwar sowohl für Mitglieder dritter Börsen als auch für Nichtmitglieder, und es gibt bereits Spezialfirmen für dieses Korrespondenzgeschäft; der Preis für den Zugang wird mit einem Mitglied der Börse, z.B. der NYSE, frei ausgehandelt. Allerdings vergibt jede Börse nur eine bestimmte Anzahl von Mitgliedschaften (seats), eine Praxis, die im Rahmen der rechtlichen Bereinigung des Mitgliedschaftsproblems von der SEC beseitigt werden kann.

Dieser ökonomische Zugang macht es nun auch für die amerikanischen Banken interessant, sich dem individuellen Anleger zuzuwenden, und den Broker-dealer-Firmen erwächst hier eine Konkurrenz, die ihre zentrale Bedeutung mittelfristig erheblich schwächen könnte. Solange die Provisionen fixiert und mögliche Kanäle einer Rabattgewährung über die kartellarisch fixierten Großmengenvergünstigungen hinaus sehr sorgfältig abgeschottet waren, mußten die Banken Zuschläge auf die üblichen Provisionen verlangen, um ihre eigenen Kosten abzudecken, und konnten daher nicht mit den broker-dealers konkurrieren, abgesehen vielleicht von Ausnahmesituationen, wie etwa der Zeit der Brokerkrise 1968 - 1970, als vielen Anlegern Einlagen und Depots bei brokers so gefährlich schienen, daß sie bereit waren, trotz der zusätzlichen Gebühren ihre Effektengeschäfte über Banken abzuwickeln. Die amerikanischen Banken sind zwar nach wie vor nicht Börsenmitglieder und auch nicht direkt an ihnen beteiligt, sie können jedoch mit Börsenmitgliedern Provisionen aushandeln, die ihnen genügend Raum für notwendige Zuschläge lassen, ohne dadurch in einen entscheidenden Konkurrenznachteil gegenüber anderen anlegerprovisionsorientierten Firmen zu geraten. Ihrem Eintritt in das Effektenkommissionsgeschäft standen jedoch zunächst rechtliche Bedenken im Wege.

Das Banking Act von 1933 verbot den Banken und kapitalmäßig mit ihnen verflochtenen Unternehmen das Emissionsgeschäft und den Effektenhandel für eigene Rechnung in Titeln privater Emittenten. Es wäre jedoch vollkommen falsch, deshalb anzunehmen, wie es vielfach geschieht, die amerikanischen Banken spielten im Effektengeschäft keine Rolle. Den Banken blieb das Geschäft in öffentlichen Anleihen in voller Breite. Sie haben nach 1933 aber auch ihre sehr bedeutsame Position in der Vermögensverwaltung behalten und ausgebaut, im Trust-Geschäft in seinen verschiedenen Formen, in dem sie Ende 1974 Sondervermögen im Werte von $ 325 Mrd. betreuten. Etwa die Hälfte davon war in Aktien angelegt. Die aus den über 1,3 Mio. Trustkonten resultierenden Aufträge leiten die rund 4000 Banken mit aktiven Trustabteilungen entweder an Börsenmitglieder weiter oder führen sie außerbörslich selbst aus, indem sie direkt mit market makers handeln. Ferner führen meist Banken - in den USA sind Namenstitel üblich - die Aktionärs- und Obligationärsregister und schreiben die Titel auf neue Inhaber um. Schließlich haben die Banken auch im Depotgeschäft eine starke Stellung.

Verschiedenen großen Banken war der damit umrissene Rahmen ihres Effektengeschäftes zu eng, und sie versuchten schon Mitte der sechziger Jahre, auch solche Dienste zu entwickeln, die denen der Broker-Häuser für individuelle Anleger entsprechen. Ein erstes Projekt, Anteile an bankverwalteten gemeinschaftlichen Depotkonten anzubieten, um Kostendegressionseffekte voll auszunutzen, scheiterte 1971 am Widerstand des Investment Company Institute. Dieser Dachverband der Investment-Gesellschaften konnte durch seine Klage erreichen, daß dieses Vorgehen als unerlaubtes Emissionsgeschäft klassifiziert wurde, obwohl es die Bankenaufsicht als zulässig angesehen hatte. 1974 schlugen dann einige große Banken ihrer Kundschaft vor, monatlich bestimmte Beträge von ihren Scheckkonten abbuchen zu lassen, um damit Anteile an Aktien eines oder mehrerer der dreißig bekanntesten amerikanischen Indu-

strieunternehmen zu erwerben (AIS, Automated Investment Service). Die Klage der NYSE gegen die Bankenaufsicht, die diese Geschäftsform genehmigt hatte, blieb ohne Erfolg. Das Gericht sah in diesem Service eine moderne Konkretisierung der traditionellen Agententätigkeit der Banken, die keinerlei Gefahren für die Solvenz und das Prestige der beteiligten Bank brächte. Die Banken sind nun bereit, den nächsten Schritt zu tun. Während sie beim AIS zu vorbestimmten Zeitpunkten für eine große Zahl von Kunden gleichzeitig ausgewählte Aktien über eine Börsenfirma beschaffen, wollen sie nun auch zu beliebigen Zeitpunkten ohne Bündelung von Aufträgen jedwede Aktie auf den Wunsch einzelner Kunden hin kaufen und verkaufen. Die Chemical Bank in New York hat als erste eine Werbekampagne für dieses bisher nur auf besonderen Wunsch eines Kunden hin ausgeführte Geschäft anlaufen lassen, und zwar zu Konditionen, die sehr konkurrenzfähig sind. Die Bank beschränkt ihre Werbung zunächst auf Anleger, die vor Beginn der Kampagne Konten bei ihr unterhielten. Es dürfte beabsichtigt sein, diese Beschränkungen später fallen zu lassen. Ob die Banken sich durchsetzen und im Effektengeschäft weiter vordringen können, wird in erster Linie vom Congress abhängen, der diesen Komplex derzeit von der SEC untersuchen läßt. Der Bericht der SEC dürfte Mitte 1977 vorliegen.

Dieser Überblick über die professionellen Teilnehmer des Zirkulationsmarktes, die relevante Finanzdienstleistungen anbieten, ist noch keineswegs vollständig. Hinweise auf ungewöhnliche Kombinationen oder auf besondere Differenzierungen bestimmter Funktionen erscheinen hier nicht angebracht, aber außer broker-dealers und Banken gibt es einige am Effektenhandel direkt oder indirekt beteiligte Betriebe, die wenigstens kurz erwähnt werden sollen. Es gab in den USA im Juni 1975 rund 3.420 bundesrechtlich zugelassene Anlageberatungsfirmen (investment advisers), die Anleger gegen Entgelt bei ihren Effektentransaktionen beraten. Hier zu nennen sind auch die

bekannten rating services für Anleihen und Aktien. Ferner sei darauf hingewiesen, daß das Clearing und die Belieferung von Effektengeschäften in den Vereinigten Staaten in den Händen verschiedener Organisationen liegt, die teilweise von den Börsen unabhängig sind. Wegen der organisatorischen Schwächen in diesem Bereich, die sich 1968 - 1970 zeigten, bedürfen diese clearing agencies nunmehr einer besonderen Zulassung. Das gilt auch für die transfer agents, die Namenstitel umschreiben und registrieren. Hiervon sind nicht nur Banken betroffen, sondern auch reine Datenverarbeitungsunternehmen. Schließlich seien noch Versicherungen angeführt, die einige für Emittenten, Anleger und brokers besonders interessante Policen anbieten. Ein Typ garantiert z.B. den Schuldendienst eines einzelnen Emittenten, eine andere Police versichert einzelne Anleger der prompten und vollständigen Zins- und Tilgungszahlung, und einige weniger bekannte brokers versichern die von ihnen verwahrten Effekten und Gelder ihrer Kunden für den Fall ihres Konkurses erheblich höher als die staatliche Zwangsversicherung.

Diese staatliche Zwangsversicherung, die Securities Investor Protection Corporation (SIPC), wurde 1970 durch ein Bundesgesetz geschaffen. Grundsätzlich sind alle zugelassenen broker-dealers durch sie gedeckt und finanzieren sie durch Beiträge. Wenn eine Firma liquidiert werden muß, sind die Effektenbestände jedes Kunden bei der Eröffnung der Liquidation zu bewerten und Ausfälle bis zu $ 50.000 zu ersetzen, die einem Kunden verbleiben, nachdem seine Quote an ihn ausgezahlt und ihm die Effekten herausgegeben wurden, die als sein Eigentum identifiziert werden konnten. Geldforderungen werden bis zu $ 20.000 im Rahmen der Gesamtdeckung von $ 50.000 berücksichtigt.

An der Aufsicht über das Effektenwesen in den Vereinigten Staaten beteiligen sich so viele Stellen, daß eine Aufzählung hier im einzelnen nicht möglich ist, ganz abgesehen von einer Skizzierung der Kompetenzen und Kompetenzüberschneidungen. Die Parlamente aller states haben mit einer Ausnahme seit 1910 Gesetze zur Kontrolle des Effektenhandels

erlassen (blue-sky laws) und fortentwickelt. Zur Einhaltung der Gesetze wurden besondere Aufsichtsbehörden errichtet, meist state security administrator oder securities commissioner genannt, von denen die Effektenhandelsbetriebe zugelassen werden und die solche Emissionen überprüfen, die im state vertrieben werden sollen. Obwohl diese Behörden keineswegs bedeutungslos sind, werden sie seit 1934 von der Aufsichtsbehörde des Bundes überragt, der Securities and Exchange Commission. Die SEC hat ihre Zentrale in Washington, daneben neun Regionalbüros und acht Zweigstellen. Sie beschäftigte Mitte 1975 rund 1.950 Personen, davon 1.230 in Washington. Ihr Budget belief sich 1974/75 auf $ 45 Mio. Ihre Befugnisse sind immer weiter ausgedehnt worden, zuletzt durch das Securities Reform Act von 1975. Sie verfügt über sehr weitgehende Möglichkeiten, den Anlegerschutz zu verbessern, den Wettbewerb zu stärken und rationelle Verfahren auf dem Zirkulationsmarkt zu fördern. Davon macht sie intensiven Gebrauch. Das bezeugen besonders die Flut ihrer Verordnungen und Berichte sowie jährlich insgesamt 400 - 500 Verfahren wegen Verstößen gegen Anlegerschutzbestimmungen, die teils als Verwaltungsstrafverfahren von der SEC allein durchgeführt werden, teils als Zivil- oder Strafprozesse vor ordentlichen Gerichten stattfinden. Dabei nimmt die SEC die Aufsichtsfunktionen häufig nicht einmal selbst wahr, sondern beschränkt sich darauf, die Maßnahmen anderer Stellen zu lenken, zu überwachen und zu korrigieren.

Diese Stellen werden self-regulatory organizations genannt. Das Konzept der self regulation ist trotz der Kritik daran vom Kongress beibehalten worden. Es unterscheidet sich von dem überall anzutreffenden Prinzip der Selbstverwaltung der Effektenmärkte durch seine konsequente Ausrichtung am Anlegerschutz und in jüngster Zeit allgemeiner an der Verfahrenseffizienz des gesamten Zirkulationsmarktes der Vereinigten Staaten. Seine Vorzüge liegen darin, daß die selbst am Handel Beteiligten die besten und intimsten Kenntnisse des Marktgeschehens haben und wenigstens aus diesem Grund besonders geeignet für die Übernahme von Aufsichtsfunktionen

sind. Ferner stößt eine Aufsicht von innen heraus auf weniger Ablehnung als eine spezialisierte Aufsichtsorganisation einer Bürokratie. Schließlich wirken die Beaufsichtigten selbst bei der Kodifizierung der Anlegerschutzregeln mit und sind daher tendenziell eher bereit, sie einzuhalten; dieses Vorgehen kann dazu führen, daß professionelle Marktteilnehmer die Grenzen zwischen allein vorschriftsmäßigem Vorgehen einerseits und fairem, anständigem Verhalten andererseits häufiger zugunsten der Anleger überschreiten als beim Anlegerschutz über den Gesetzgeber oder den Verordnungsweg. Selbstverständlich kommt es häufig genug vor, daß so erarbeitete Regeln nicht eingehalten werden, darin besteht jedoch kein Unterschied zur direkten hoheitlichen Aufsicht. Nachteile der self regulation liegen eher darin, daß niemand gerne einen Kollegen diszipliniert und daß jede self-regulatory organization auf die Unterstützung ihrer Mitglieder angewiesen ist, besonders auf die großer Mitglieder; daraus ergibt sich eine Tendenz zur ungleichmäßigen Anwendung der Vorschriften. Auch die Gefahr, daß Kartellpolitik im Gewande des Anlegerschutzes getrieben wird, ist ein Nachteil der self regulation, der sich immer wieder zeigt.

Während man nach dem Zweiten Weltkrieg noch self regulation im eigentlichen Sinne beobachten konnte, haben seither die Bestimmungen an Zahl und Komplexität so zugenommen und damit auch die Zahl der hauptberuflichen self regulators, daß eben nicht mehr von self regulation gesprochen werden kann, sondern von self-regulatory organizations oder von cooperative regulation, der Aufsicht durch Verbände oder Verbandbetriebe. Solche Organisationen sind vor allem die von der SEC zugelassenen Börsen und die National Association of Securities Dealers (NASD) als Aufsichtsstelle für den außerbörslichen Handel. Wie die SEC verfügen sie über beachtliche Mittel, um die umfassenden und sehr detaillierten Bestimmungen über die Marktorganisation fortzuentwickeln und durchzusetzen, die sie selbst mit Zustimmung der SEC erlassen. Seit 1975 zählen zu den self-regulatory organzations auch die clearing agencies und in beschränktem Umfang auch der Municipal Securities Rule-Making Board (MSRB). Auf die Entstehung des

MSRB sei kurz eingegangen. Der Handel in Anleihen der states und der Gemeinden und ihrer Einrichtungen (municipal securities) war bisher wie der aller öffentlichen Anleihen frei von der Aufsicht der SEC, und es hatten sich ungefähr 240 Firmen allein auf den Handel von municipals spezialisiert. Wegen erheblicher Mißstände in diesem Bereich sah sich der Congress gezwungen, auch hier Zulassungs- und Prüfungsbestimmungen sowie Vorschriften über das Handelsverfahren vorzusehen. Da am Handel von municipals in starkem Maße Banken und andere Firmen beteiligt sind, die nicht Mitglied einer der traditionellen self-regulatory organizations waren, mußte dem Konzept der self regulation entsprechend wenigstens für die Erarbeitung solcher Normen eine neue Organisation geschaffen werden.

Als Aufsichtsbehörden des Bundes für den Zirkulationsmarkt gewinnen schließlich die drei Bankaufsichtsbehörden in Washington an Bedeutung, der Comptroller of the Currency, der Board of Governors of the Federal Reserve System und die Federal Deposit Insurance Corporation. Soweit eine Bank ohnehin unter der Aufsicht einer dieser Behörden steht, muß sie sich von ihr z.B. auch als transfer agent, als clearing agency oder als municipal securities dealer registrieren und überwachen lassen. Schließlich sei noch erwähnt, daß der feste Terminhandel in Anleihen an zwei Warenbörsen der Aufsicht des Bundes durch die Commodity Futures Trading Commission unterliegt. Diese Zersplitterung der Zuständigkeiten wird hingenommen, um den einzelnen Effektenhandelsbetrieb möglichst nicht mit Aufsichtsbeziehungen zu allzu vielen verschiedenen Behörden zu belasten. Das ließe sich natürlich auch durch ein Zusammenlegen von Behörden erreichen, aber besonders eine Fusion der SEC mit der Bankenaufsicht erscheint undenkbar.

Die offizielle Börsenstatistik der SEC weist Ende 1975 zwölf Effektenbörsen aus, die von der SEC zugelassen sind und damit die Aufgaben einer self-regulatory organization übernommen haben (registered securities exchange), sowie eine Börse, die

wegen ihrer geringen Bedeutung von dieser Verpflichtung ausgenommen wurde (exempted securities exchange), nämlich die Börse von Honolulu, an der 1975 Aktien im Werte von nur ∅ 1,5 Mio. umgesetzt wurden. Die Umsätze an den elf registrierten Börsen ohne die Umsätze aus dem Optionshandel sind in Tabelle K-3 wiedergegeben. An der zwölften registrierten Börse, der Chicago Board Options Exchange (CBOE), wird erst seit 1973 und ausschließlich in Optionen gehandelt. Sie erscheint daher in Tabelle K-3 nicht. Aber selbst wenn man den Wert ihres Optionsumsatzes den Gesamtumsätzen anderer Börsen gegenüberstellt, nimmt die CBOE noch einen Platz unter den führenden Regionalbörsen ein.

Wie Tabelle K-3 zeigt, resultieren die Börsenumsätze fast ausschließlich aus dem Aktienhandel. In Tabelle K-4 werden daher die Aktienumsätze ausgewählter Jahre und ihre Verteilung auf die größeren Börsen dargestellt. Die Umsatzanteile einzelner Börsen haben sich in den letzten Jahren deutlich verschoben. Darauf wird im Abschnitt über die börslichen Segmente des Zirkulationsmarktes noch einzugehen sein.

Dieser Überblick ist jedoch unvollständig, und zwar weniger wegen des börslichen festen Terminhandels in bestimmten Schuldtiteln, den zwei Warenbörsen in Chicago 1975 und 1976 aufgenommen haben. Er hat nur geringen Umfang. Sehr stark ins Gewicht fällt jedoch der sogenannte außerbörsliche Markt (over-the-counter market, OTC). Der OTC-Markt umfaßt auch den gesamten Emissionsmarkt, er wird hier jedoch nur insoweit betrachtet, als er Zirkulationsmarkt ist. Er erreicht in einzelnen Segmenten einen so hohen Organisationsgrad, daß dort wenigstens funktionell von Börsen gesprochen werden muß, wie bereits oben im Zusammenhang mit dem britischen Ariel-System ausgeführt wurde.

Tabelle K - 3

Umsätze an registrierten Börsen im Jahre 1975 zu Marktwerten in Mio. $ (ohne Optionshandel) [1]

Börse	Gesamt-umsatz	Aktien-umsatz	Anleihen-umsatz [2]	Umsatz in Warrants [3]
American SE	5.968	5.666	203	98
Boston SE	1.871	1.871	0	0
Cincinnati SE	270	270	0	0
Detroit SE	197	197	0	0
Intermtn. SE	1	1	0	0
Midwest SE	7.305	7.305	1	0
National SE [4]	0	0	0	0
New York SE	142.923	133.684	9.070	161
Pacific SE	5.319	5.229	60	29
Phila.-Balt.-Wash. SE	2.723	2.722	0	1
Spokane SE	4	4	0	0
Alle Börsen (in Prozent)	166.580 (100)	156.947 (94.2)	9.335 (5.6)	289 (0.2)

1) Die Spaltensummen sind um Rundungsfehler bereinigt. Bei den Zeilensummen ergeben sich Abweichungen, teils wegen Rundungen, teils wegen des Bezugsrechtshandels, der zwar in den Gesamtumsätzen der einzelnen Börsen, sonst aber nicht ausgewiesen wurde, da er nur an der NYSE und an der PSE mehr als $ 1 Mio. Umsatz brachte (7 Mio. bzw. 1 Mio.).

2) Der Umsatz von Anleihen inländischer öffentlicher Emittenten ist nicht berücksichtigt. Anleihen werden vorwiegend außerbörslich gehandelt. Die Börsenumsätze entfallen hauptsächlich auf Bank- und Industrieanleihen und in geringem Umfang auch auf Auslandsanleihen.

3) Warrants sind Optionen mit relativ langer oder unendlicher Laufzeit, bei denen der Verpflichtete die Gesellschaft ist, auf deren Aktien das Bezugsrecht lautet.

4) Die National Stock Exchange, New York, gab im Jahre 1975 ihre Zulassung zurück. In den Vorjahren erreichte sie Umsätze von über $ 100 Mio.

Tabelle K - 4

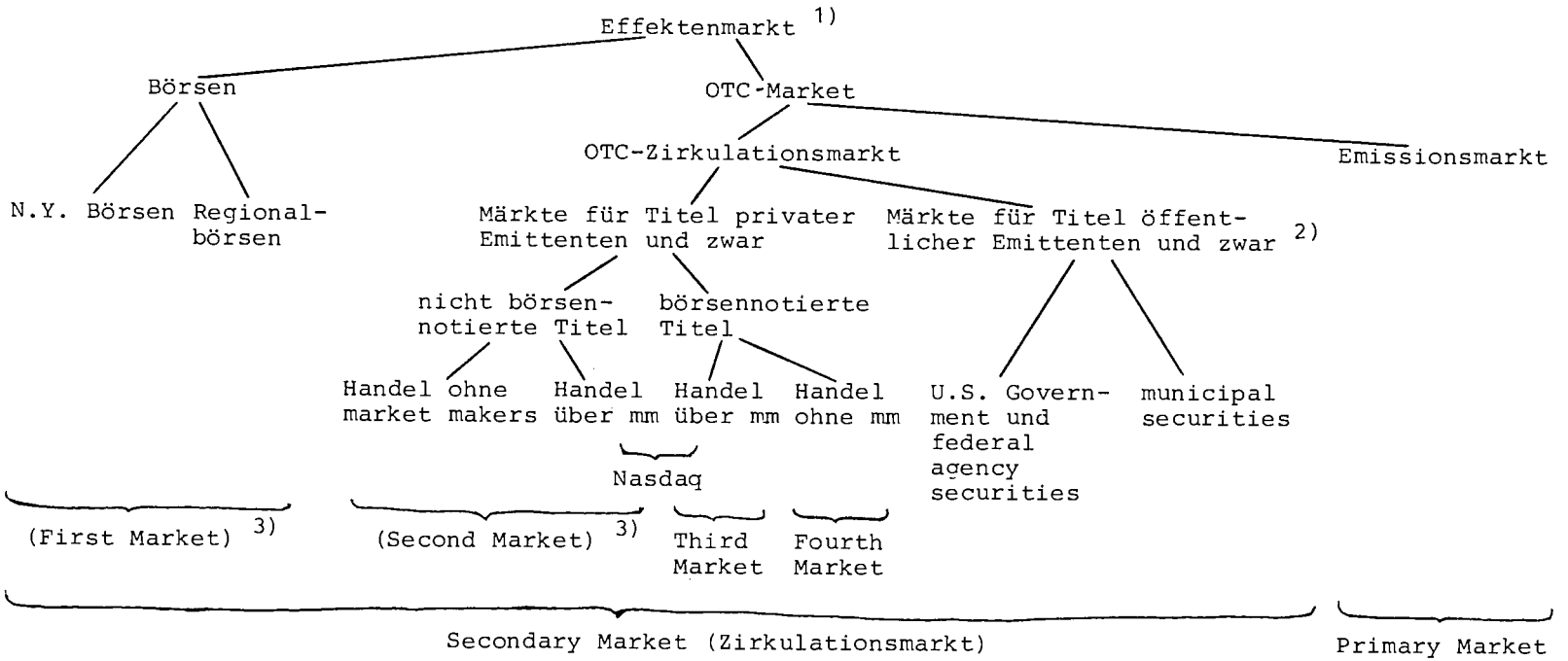
Aktienumsätze ausgewählter Jahre und ihre Verteilung auf einzelne Effektenbörsen

Jahr	Aktien-umsatz in Mrd. $	Prozentualer Anteil der							
		NYSE	Amex	MSE	PSE	PBW	BSE	DSE	anderen Börsen
1960	45,3	83,81	9,35	2,73	1,95	1,10	0,60	0,34	0,12
1970	131,7	78,45	11,11	3,76	3,81	2,00	0,68	0,11	0,08
1973	178,9	82,07	6,06	4,55	3,56	2,46	1,00	0,21	0,09
1974	118,6	83,75	4,40	4,75	3,51	2,03	1,24	0,23	0,09
1975	156,9	85,18	3,61	4,65	3,33	1,73	1,19	0,13	0,18

Das gilt besonders für den Handel mit Hilfe des Gebotsanzeigesystems (oder Quotationssystems) der National Association of Securities Dealers (NASD), das kurz Nasdaq genannt wird (NASD Automated Quotations). Seinem Umsatz nach nahm Nasdaq 1975 mit $ 24,8 Mrd. (1973: $ 30,5 Mrd.) weit vor der Midwest Stock Exchange (MSE) den zweiten Platz unter den "Börsen" der Vereinigten Staaten ein. Der OTC-Markt wird besonders wegen des unterschiedlichen Kreises professioneller Marktteilnehmer und wegen unterschiedlicher Aufsichtsverhältnisse zweckmäßigerweise eingeteilt in ein Segment für Titel privater Emittenten und in ein anderes für Titel öffentlicher Anleihen, in dem aus denselben Überlegungen heraus ein Teilsegment für Anleihen des U.S. Treasury sowie der Federal Agencies und eines für municipal securities (Anleihen der 50 Staaten, der Gemeinden und ihrer Anstalten) unterschieden werden. Die übliche Untergliederung des OTC-Segments für Titel privater Emittenten zeigt Abb. 2.

Tabelle K-5 gibt einen Überblick über den Marktwert der auf den verschiedenen Märkten gehandelten Aktien. Dem Aktienumlauf von $ 925 Mrd. Ende 1975 stand ein Anleihenumlauf von

Abb. 3: Überblick über den Effektenmarkt in den Vereinigten Staaten



1) Da sich diese Arbeit hauptsächlich mit dem Effektenmarkt als Teil des Kapitalmarktes befaßt, werden die Zirkulationsmärkte für Geldmarkteffekten privater Emittenten (commercial paper , negotiable certificates of deposit) in diesem Schema nicht einmal implizit berücksichtigt, obwohl manche Autoren sie dem OTC Market zurechnen.

2) Die Titel ausländischer öffentlicher Emittenten und internationaler Organisationen werden nicht gesondert berücksichtigt, da sie i.d.R. wie Titel privater Emittenten gehandelt werden.

3) Diese Bezeichnungen stehen in Klammern, da sie ungebräuchlich sind und nur der Erklärung der Bezeichnungen Third Market und Fourth Market dienen.

Tabelle K - 5

Marktwert des Aktienumlaufs in den Vereinigten Staaten am Ende ausgewählter Jahre in Mrd. Dollar

Marktwert zum Jahresende für	1970	1973	1974	1975
1. börsennotierte Aktien insgesamt	680,7	763,9	537,3	718,3
davon an				
a) NYSE[1]	636,4	721,0	511,1	685,1
b) Amex[1]	39,5	38,7	23,3	29,6
c) andere Börsen[2]	4,8	4,1	2,9	3,8
2. nicht börsennotierte Aktien insgesamt	202,3	201,4	167,1	206,7
davon Aktien				
a) von inländischen Gesellschaften	113,6	107,7	71,5	94,9
b) von ausländischen Gesellschaften	23,9	28,6	46,7	50,6
c) von Investmentgesellschaften	64,8	65,1	48,9	61,1
3. Aktienumlauf[3]	883,0	965,2	704,3	925,0

1) Bis 1976 wurde keine Aktie sowohl an der Amex als auch an der NYSE notiert.

2) Marktwert von Aktien, die an anderen Börsen notiert wurden, ohne gleichzeitig an der NYSE oder der Amex zugelassen zu sein.

3) Aktien von Gesellschaften, die nicht gestreut sind und deshalb nicht gehandelt werden, sind nicht berücksichtigt, da sie nicht "umlaufen". Der Wert solcher Aktien Ende 1975 wurde auf $ 160 Mrd. geschätzt. Aus ähnlichen Überlegungen und um Doppelzählungen zu vermeiden, könnten vom ausgewiesenen Aktienumlauf der Marktwert des Aktienbesitzes inländischer und ausländischer Unternehmen abgezogen werden, nämlich Ende 1975 $ 140,6 Mrd. bzw. $ 75,5 Mrd., so daß man $ 708,9 Mrd. erhält (verfügbarer Aktienumlauf).

Eine andere interessante Globalgröße ist der Aktienbestand, der individuellen und institutionellen Anlegern insgesamt zur Verfügung steht (verfügbarer Aktienbestand). Um ihn zu ermitteln, geht man vom verfügbaren Aktienumlauf von $ 708,9 Mrd. aus, addiert $ 160 Mrd. Festbesitz von Anlegern und den inländischen Bestand im Ausland gehandelter ausländischer Aktien hinzu ($ 13,5 Mrd.) und zieht, um Doppelzählung zu vermeiden, den Wert der Aktien von Investmentgesellschaften ab ($ 66,1 Mrd.). Damit ergibt sich Ende 1975 ein verfügbarer Aktienbestand von $ 816,3 Mrd.

insgesamt $ 846 Mrd. gegenüber, wovon $ 301 Mrd. auf U.S. Government Bonds sowie Federal Agencies Securities, $ 224 Mrd. auf Municipals und $ 321 Mrd. auf Anleihen privater inländischer und ausländischer Emittenten entfielen. In Tabelle K-6 wird die Zahl der Aktien und Anleihen zusammengestellt, die an den einzelnen Börsen gehandelt werden.

Für die OTC-Werte sind präzise vergleichbare Angaben nicht möglich. Nasdaq notierte im Herbst 1976 rund 2700 Werte, ganz überwiegend Aktien. Etwa 100 dieser Aktien werden auch an Börsen notiert. Darüberhinaus setzt der OTC-Handel rund 5000 Aktien kleinerer Gesellschaften regelmäßig um, in den Aktien einer vier- bis fünffachen Zahl von Gesellschaften kommt es wenigstens einmal im Jahr zu Abschlüssen oder zu Geld- oder Briefkursen. Für Anleihen ist das Bild ähnlich; die Masse der Industrieanleihen und der municipals dürfte kaum gehandelt werden, doch fehlen für diesen Bereich genaue Angaben.

In den Vereinigten Staaten gibt es ungefähr 25 Millionen individuelle Anleger. Sowohl ihre Zahl als auch ihr Anteil am Aktienbestand haben in den letzten Jahren abgenommen. Ihr Anteil am verfügbaren Aktienbestand (vgl. Fußnote 3 zu Tabelle K-5) betrug 1960 70%, 1970 66%, 1973 56% und 1975 54%. Die institutionellen Anleger konnten ihren Anteil von 1960 bis 1970 von 27% auf 40% steigern, während der Anteil der ausländischen Anleger von 3% auf 6% stieg. Zu den institutionellen Anlegern werden in den USA stets Pensionsfonds, Versicherungen, Investmentgesellschaften, Stiftungen und Sparkassen gezählt. Eine ganz entscheidende Position sind aber die verschiedenen Konten bei Trust Departments: Bei der Berechnung der Anteile wurden alle Trust-Konten den institutionellen Anlegern zugeschlagen, bei denen die Bank oder trust company das Eigentum an Titeln hält (personal trusts and common trusts). Man könnte zusätzlich die agency accounts berücksichtigen, so weit die Investmententscheidung bei ihnen nicht beim Anleger, sondern bei der Bank liegt.

Tabelle K - 6

Zahl der börsennotierten Aktien und Anleihen[1]

Börse[2]	Aktien[4]		Anleihen[4] 5)		Emittenten	
	1973	1975	1973	1975	1973	1975
Amex	1423	1338	202	205	1336	1280
Boston	813	900	16	16	780	863
Midwest	697	716	13	13	610	629
Nyse	2069	2123	2101	2383	1833	1892
Pacific	1035	1051	70	85	861	881
PBW	1177	1152	59	61	1001	970
Alle Börsen[3]	4006	3907	2347	2652	3475	3404

1) Jeweils zur Mitte des angegebenen Jahres

2) Börsen, an denen weniger als 500 Titel notiert wurden, sind nicht berücksichtigt.

3) Da die Regionalbörsen überwiegend Titel notieren, die eine Zulassung der New Yorker Börsen besitzen, sind die Gesamtzahlen kleiner als die Spaltensummen, obwohl einige Börsen nicht berücksichtigt sind. Weniger als 450 Titel werden allein an den Regionalbörsen gehandelt, und zwar Ende 1974 an der BSE 65 Aktein (1 Anleihe), an der MSE 36 (1), an der PSE 70 (22) und an der PBW 128 (5). Vgl. Tabelle K - 7.

4) Bis auf knapp 120 ausländische Aktien und rund 150 Auslandsanleihen alles Titel inländischer Emittenten.

5) Ohne Anleihen inländischer öffentlicher Emittenten

Geht man von den Anteilen an den Börsenumsätzen aus, dann ist der Anteil der individuellen Anleger noch geringer. Das erklärt sich teils aus der höheren Umschlagsgeschwindigkeit institutioneller Portefeuilles, teils einfach daraus, daß man über die Aufträge alle institutionellen Anleger erfaßt, auch einige in der Bestandsstatistik nicht enthaltene kleinere Institutionen, und darüber hinaus viele Aufträge, die von Banken hereinkommen, einfachheitshalber den institutionellen Anlegern zuschlägt. An der NYSE entfielen 1974 auf institutionelle Anleger 51%, auf individuelle Anleger 23% und auf Transaktionen der NYSE-Mitglieder für eigene Rechnung 26% der Umsätze. 1963 war es noch umgekehrt, mit 46% waren die individuellen Anleger vor den institutionellen mit 29% Anteil am NYSE-Umsatz zu Marktwerten die dominierende Teilnehmergruppe. An anderen Märkten ist der Anteil der individuellen Anleger höher als der Anteil der institutionellen, worin zum Ausdruck kommt, daß die institutionellen Anleger vorzugsweise in Werte der NYSE investieren.

II. BÖRSLICHE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN DEN VEREINIGTEN STAATEN

In den Vereinigten Staaten wird traditionell per Kasse gehandelt. Börsengeschäfte über Aktien werden grundsätzlich am fünften Werktag nach Abschluß erfüllt, normalerweise also nach einer Woche. Ein fester Terminhandel stößt vor allem deshalb auf Bedenken, weil er es erleichtern könnte, kursbeeinflussende Transaktionen in größerem Unfang vorzunehmen als am Kassamarkt. Zwar enthält jeder Kassamarkt durch Kreditkäufe und Leerverkäufe Terminhandelselemente, aber der Umfang der Transaktionen eines Anlegers in Aktien und Wandelobligationen ist durch die umfassenden hoheitlichen Aufgeld- oder Einschußvorschriften (margin regulations) und die Eigenmittel des Anlegers klar bestimmt und knapper bemessen als in anderen Ländern; zudem sind nur Kreditkäufe börsennotierter Werte

und rund 800 weiterer Titel erlaubt, die ausschließlich außerbörslich gehandelt werden. Durch die relativ hohen Einschüsse wird die Sicherheit der Geld- oder Effektenforderungen gegen Kreditkäufer bzw. gegen Leerverkäufer erst bei sehr starkem Kursverfall bzw. Kursanstieg zweifelhaft, und die Gefahr von kumulativen Zwangsliquidationen von Hausse- bzw. Baissepositionen ist folglich gering. Die Präferenz für Kassatransaktionen bedeutet, daß selbst für die Aktien der größten Gesellschaften an jeder Börse nur ein Markt existiert, parallele Termin- und Kassamärkte wie an europäischen Börsen sind unbekannt.

Seit 1973 hat sich jedoch gezeigt, daß Termingeschäfte durchaus Anklang bei Anlegern finden und den Absatz der broker-dealers beleben können. Es ist daher denkbar, daß absatzpolitische Überlegungen weitere Initiativen auslösen, nicht nur im Bereich der bedingten Termingeschäfte, sondern auch auf einen festen Terminhandel hin. Für die unmittelbare Zukunft steht allerdings als vorrangiges Problem die Integration des Kassahandels durch ein landesweites Marktsystem an. Dieser Komplex wird hier aufgegriffen, nachdem die bestehenden Marktsegmente beschrieben sind.

1. Börsliche Segmente des Kassamarktes

a) Die Marktsegmente der New York Stock Exchange

Die NYSE läßt die Aktien einer Gesellschaft nur dann zu, wenn davon wenigstens 1 Million Stück im Streubesitz sind, die einen Marktwert von mindestens $ 16 Mio. haben. Ferner müssen wenigstens 2.000 Round-lot-Aktionäre nachweisbar sein, und der Gewinn vor Steuern muß in jedem der letzten drei Jahre wenigstens $ 2 Mio. betragen haben, im letzten sogar $ 2,5 Mio. oder mehr. Diese Zulassungsanforderungen bieten die Gewähr für erhebliche Umsätze. Trotzdem reichen diese Umsätze nicht immer für das typische Handelsverfahren der NYSE aus. Manche Aktien sind daher einem besonderen Marktsegment zugeordnet worden; neben dem typischen Round-lot-Verfahren gibt es Spezialverfahren für Aktien, die selten umgesetzt werden. Außerdem

gibt es aus anderen Gründen Spezialverfahren für Blocks und für odd lots und ein Segment für Anleihen.

Das typische Handelsverfahren der NYSE ist der fortlaufende Handel in der "crowd", der Ansammlung von Händlern an dem Stand (post). An jedem post gibt es mehrere specialists, denen verschiedene Titel zugewiesen sind, und um den specialist versammeln sich die Händler, die sich gerade für eines seiner Papiere interessieren. Ein durchschnittlicher Tagesumsatz von 1/4 Mio. $ dürfte voll genügen, um einen Titel nach diesem Verfahren handeln zu können, obwohl die Spitzenwerte der NYSE den vier- bis achtfachen Tagesumsatz erreichen. Dabei ist zu beachten, daß die Börsensitzungen von 10 bis 16 Uhr dauern. Schlußeinheit ist das round lot, meist 100 Aktien. Deshalb wird das Verfahren gewöhnlich als round-lot trading bezeichnet. Es beginnt mit einer Kollektivverhandlung (opening), in der der specialist einen Gesamtkurs ermittelt, zu dem der Markt geräumt wird und der möglichst wenig vom letzten Schlußkurs abweicht. Es wird vom specialist erwartet, daß er Spitzen für eigene Rechnung abdeckt.

Dem opening folgt der Handel zu Einzelkursen. Grundsätzlich können brokers in der crowd direkt miteinander abschließen; je größer die Umsätze in einem Titel, desto häufiger wird das möglich sein. Da meist mehrere Gebote am Markt sind, ist die Reihenfolge wichtig, in der die Gebote berücksichtigt werden. Wie an anderen Börsen wird sie zunächst durch die Höhe des gebotenen Kurses und unter gleichhohen Geboten danach bestimmt, welches Gebot zuerst abgegeben wurde. Darüber hinaus hat unter gleichzeitig abgegebenen Geboten das größere den Vortritt. Für bestimmte Situationen weichen jedoch die Reihenfolgeregeln von diesem Grundsatz ab, um die Kundschaft der brokers besser zu stellen als Börsenmitglieder, z.B. um einem später bekannt gewordenen Kaufgebot eines Anlegers den Vorrang über ein gleichhohes Gebot eines registered trader zu gewähren.

Wichtiger als diese Regeln ist jedoch zweifellos eine ganze Reihe von Anlegerschutzvorschriften, insbesondere gegen Mitlaufen und Gegendisposition durch Börsenmitglieder. Sie schränken den Eigenhandel von Mitgliedern sehr ein, indem sie ihn in bestimmten Situationen verbieten oder lästigen Meldepflichten unterwerfen. Außerdem darf ein Börsenmitglied mit Ausnahme eines specialist oder eines registered trader grundsätzlich für eigene Rechnung nur Gebote anderer annehmen, aber nicht selbst aktiv werden. Allerdings dürfen Mitglieder für eigene Rechnung Effekten kaufen oder verkaufen, wenn sie sich wie normale Anleger verhalten und Aufträge ohne vorherigen besonderen Kontakt mit ihren Börsenhändlern auf üblichen Kanälen an die Börse leiten. Es entfallen weniger als 10% des Umsatzes auf den Börseneigenhandel von Mitgliedern (ohne specialists). Der Handel zwischen brokers in der crowd ist daher in der Regel ein Handel für die Effektenkundschaft ohne Zwischenschaltung eines mitgliederprovisions- oder spannenorientierten Börsenmitgliedes.

Häufig erlaubt die Auftragslage jedoch keine Abschlüsse unmittelbar zwischen den brokers. Es ist die Aufgabe des specialists, auch dann noch für eine möglichst zügige Auftragsausführung zu sorgen, indem er einem broker entweder selbst als Gegenpartei für dessen Aufträge bereitsteht, also als market maker auftritt, oder indem er zurückhaltend limitierte und andere nicht sofort ausführbare Aufträge als mitgliederprovisionsorientierter Vermittler mit Abschlußvollmacht in sein Orderbuch (book) aufnimmt. Der Börseneigenhandel der specialists ist mit rund 13% des Umsatzes relativ hoch; ungefähr an jeder vierten Transaktion war danach ein specialist in seiner Funktion als market maker entweder als Käufer oder als Verkäufer beteiligt. Der Eigenhandelsanteil der specialists hat sich in den letzten Jahrzehnten tendenziell erhöht. Vor 30 Jahren fand man einen specialist nur bei jedem siebten Börsenabschluß auf einer Seite der Transaktion für eigene Rechnung engagiert.

Wie jede Kombination der Vermittlung und des Eigenhandels birgt auch das Geschäft des specialist zahlreiche Interessenkonflikte.

Die NYSE hat diesen Komplex detaillierter und klarer zugunsten der Anleger geregelt als jede andere Börse, die diese Kombination zuläßt. Auch ihre immer neuen Bemühungen, diese Regeln voll durchzusetzen, sind beachtlich. Hier sei besonders auf die Beschlüsse des Board of Governors, des Spitzengremiums der NYSE-Leitung, im Mai 1976 hingewiesen, es stärker als bisher auf die Qualität eines specialist abzustellen, welche Titel ihm zugewiesen werden. Indessen sollte nicht übersehen werden, daß ein specialist mit seiner Entscheidung, als market maker tätig zu werden oder nicht, immer einen Anleger benachteiligt und einen anderen begünstigt.

Dieses Problem kann man sich am besten klar machen, wenn man sich eine Situation vorstellt, in der das niedrigste Verkaufsgebot um wenigstens drei Mindestkursabstufungen, z.B. um wenigstens 3/8, über dem höchsten Limit eines Kaufauftrages im book liegt. Kommt ein Billigst-Auftrag zum specialist und verkauft der specialist für eigene Rechnung, so kommt er zwar dem Käufer entgegen, verhindert aber die Bedienung des Anlegers, der mit dem niedrigstlimitierten Verkaufsauftrag in seinem book steht. Umgekehrt ist es, wenn der specialist als market maker einem Bestens-Auftrag als Käufer entgegenkommt. Schaltete er sich nicht als market maker ein, so kämen zwar die limitierten Aufträge in seinem Buch zum Zuge, die hereinkommenden unlimitierten Aufträge würden aber zu ungünstigeren Kursen bedient als im ersten Falle, dem Falle des Eigenhandels des specialist. Im zweiten Falle trifft ihn stets der Vorwurf, er habe seine Pflichten als market maker verletzt, im ersten beschweren sich die Anleger mit den limitierten Aufträgen, der specialist erziele im Schutze ihrer Aufträge ohne Risiko Spannenerträge und verhindere die Bedienung ihrer Aufträge, solange die Marktlage für sie günstig sei.

Man findet auf den Effektenmärkten unterschiedliche Lösungen dieses Problems. An manchen Märkten gibt es keine market makers und an anderen keine limitierten Aufträge. Die CBOE hat beides, sie trennt aber die beiden Funktionen des specialist. Diese Lösung ist theoretisch sauber. Market makers und die Anleger, die Limit-Aufträge geben, versuchen beide, dadurch in den

Genuß von Kursvorteilen zu gelangen, daß sie sich als Gegenpartei für diejenigen bereithalten, die ihre Aufträge sofort ausgeführt haben wollen. Beide sind also Konkurrenten um Sofortigkeitszuschläge oder -abschläge, und man pflegt nun seinen Konkurrenten nicht mit der Führung des eigenen Geschäftes zu beauftragen. Die Lösung der CBOE hat aber auch Nachteile; besonders ins Gewicht fällt, daß ein market maker ohne Kenntnis der Auftragslage ein größeres Risiko eingeht als ein specialist und daher seine Kurse weiter weg vom vermuteten Gleichgewichtspreis stellen wird.

Die Specialist-Lösung kann daher aus der Sicht der Verfahrenseffizienz heraus richtig sein, wenn die damit gegenüber anderen Lösungen erreichte Verringerung der Transaktionskosten bei sofortiger Ausführung insgesamt die Erhöhung der kalkulatorischen Kosten der Sicherung gegen das Risiko der Nichtbedienung von Anlegern mehr als kompensiert. Die Kritik am specialist ist daher vordergründig, wo sie lediglich auf Interessenkonflikte hinweist, sie muß aber dort ernstgenommen werden, wo sie die Monopolstellung des specialist angreift. Wenn der specialist als market maker trotz besonders günstiger Arbeitsbedingungen wegen Kenntnis der limitierten Aufträge in seinen Werten in vielen Fällen beliebig hohe Spannenerträge erzielen kann, ist die Specialist-Lösung nicht gerechtfertigt. Die NYSE hat diese Kritik nach langem Zögern akzeptiert und ist seit Mai 1976 erstmals seit einem Jahrzehnt wieder bereit, Konkurrenz zwischen zwei Specialist-Firmen zuzulassen, während die Börse bisher nur einen specialist für jeden Titel vorsah. Wettbewerb zwischen specialists der NYSE war früher weit verbreitet und zeigte sich regelmäßig dort, wo der Service einer Specialist-Firma wenig zufriedenstellend war.

Neben dem Handel zwischen brokers und dem Handel zwischen brokers und specialists kommen Einzelkurse im Round-lot-Handel auch durch Kompensation von Aufträgen durch einen broker oder den specialist zustande (crossing). Es ist bemerkenswert, daß sie nicht still erfolgen darf. Vielmehr müssen die beiden

Gebote, die kompensiert werden sollen, ausgerufen werden, und zwar der Briefkurs um eine Mindestkursabstufung über dem Geldkurs. Der Händler selbst nimmt daraufhin eines der beiden Gebote an. Der Abschlußkurs muß innerhalb von bid und ask, also innerhalb der Spanne liegen, die gerade am Markt herrscht, denn sonst würden die Regeln über die Rangfolge von Aufträgen verletzt. Jedes Börsenmitglied kann eines der Gebote annehmen, den cross aufbrechen und damit die Kompensation verhindern.

Für Aktien mit relativ geringen Umsätzen kennt die NYSE ein spezielles Verfahren (cabinet dealing). Sie werden nicht an einem der hufeisenförmigen posts gehandelt, sondern in einer Ecke des floors. Ein round lot ist hier bereits bei 10 Aktien erreicht. An die Stelle des book treten weitgehend Tröge (cabinets) für Karteikarten, auf denen die offenen Aufträge vermerkt sind. Diese Karten sind im Gegensatz zum book allen Mitgliedern zugänglich. Wer eine passende Order findet, geht zum zuständigen specialist, um abzuschließen. Auch für den Handel in odd lots gelten hier besondere Regeln, für sie ist z.B. die übliche Lieferfrist für den specialist auf maximal zwei Wochen ausgedehnt.

Durch die Institutionalisierung sind Block-Geschäfte häufig geworden. Unter einem Block versteht man an der NYSE 10.000 Aktien. Noch zu Beginn der sechziger Jahre war es im allgemeinen möglich, Aufträge von institutionellen Anlegern im Round-lot-Handel auszuführen. Vermutlich lauteten sie damals auf niedrigere Stückzahlen. Allerdings sahen die Bestimmungen der NYSE bereits besondere Transaktionsformen zum Kauf oder Verkauf großer Posten durch einen Interessenten vor, die exchange acquisition und das special bid bzw. die exchange distribution, das special offering sowie die secondary distribution. Diese Verfahren haben jedoch für den Interessenten den Nachteil, daß er wenigstens die doppelte Provision wie bei einer normalen Transaktion zahlen muß, während die Anleger, die sich auf der Gegenseite einfinden, meist provisionsfrei

abschließen. Außerdem ist der Ablauf solcher Transaktionen genau fixiert. Ihrer Kosten und ihrer Inflexibilität wegen werden diese Verfahren daher nur selten benutzt. Es wird auch nicht im einzelnen auf sie eingegangen. Ihr Anteil am Umsatz der NYSE beläuft sich auf weniger als 1%, während die Blocktransaktionen der Institutionen insgesamt 15 - 20% der NYSE-Umsätze ausmachen dürften.

Immerhin sahen diese Verfahren mit Ausnahme der secondary distribution bereits zwei wichtige Grundelemente des heutigen Blockgeschäftes vor, nämlich erstens den besonderen Effort der Brokerfirmen, genügend Gegenorders zusammenzubekommen, und zweitens die Ausführung der Gesamttransaktion als cross an der NYSE. In der Ausgestaltung beider Punkte unterscheidet sich die moderne Blocktransaktion wesentlich von den älteren Spezialformen. Zum einen konzentriert sich der besondere Effort nicht mehr auf die Masse individueller Anleger, sondern auf wenige Institutionen und andere Brokerfirmen, zum anderen findet das crossing nicht mehr innerhalb der vorher bestehenden Spanne des Round-lot-Marktes statt, sondern zu einem Kurs außerhalb. Ferner beauftragt die initiierende Seite heute üblicherweise mit der Ausführung der Blocktransaktion eine spezialisierte NYSE-Firma, die bei der NYSE als block positioner registriert ist.

Die NYSE hat den block positioner 1972 in der Börsenordnung verankert und ihm besondere Rechte und Pflichten gegeben. Das Geschäft des block positioner hatte sich zu diesem Zeitpunkt aber bereits als Reaktion der institutionell orientierten Mitgliedsfirmen auf den zunehmenden Umfang der Aufträge ihrer Kundschaft voll entwickelt, genauso wie hundert Jahre zuvor der specialist nicht von der Börse geschaffen wurde, sondern sich von selbst als Antwort auf den Bedarf der Händler herausbildete, an verschiedenen Märkten vertreten zu sein, nachdem man es in New York aufgegeben hatte, die Titel einzeln nacheinander auszurufen, und zum gleichzeitigen fortlaufenden Handel aller Werte übergegangen war. Der block positioner wird auch upstairs market maker genannt, im Gegensatz zum floor market maker, dem specialist. Diese Bezeichungen sind zwar

nicht treffend, sie weisen aber auf etwas Richtiges hin. Der block positioner ist Vermittler und Eigenhändler in ähnlicher Weise wie der specialist beim opening, wenn er sich auch nicht auf den Handel in einigen wenigen Titeln beschränkt.

Seine Funktion wird am besten beim Handel von Aktienblocks im Werte von wenigstens einer Million Dollar deutlich. Der block trader einer Mitgliedsfirma, die u.a. das institutionelle Geschäft pflegt und als block positioner eingetragen ist, erhält gewöhnlich einen Auftrag dieser Größe nur, wenn er dem institutionellen Anleger die Ausführung garantiert, z.B. den Verkauf einer Aktie zu einem Mindestkurs, zu dem seine Firma den Block als "market maker" oder besser "positioner" für eigene Rechnung zu übernehmen bereit ist. Er schlägt der Institution meist vor, Käufer zu höheren Kursen zu suchen, und wendet sich vertraulich an andere Institutionen und an die block traders anderer Firmen, deren Interesse an der Aktie er kennt oder vermutet, bis er genügend Gegenaufträge gefunden hat. Dieser Prozeß wird als block assembling bezeichnet, weshalb man auch vom block assembler spricht. Häufig reichen die Gegenaufträge nicht aus, und die Firma entscheidet sich, die Spitze, im Schnitt etwa ein Viertel der Gesamttransaktion, in die eigene Position zu nehmen.

Da eine außerbörsliche Kompensation die Regeln der NYSE verletzt, wird daraufhin das Mitglied der Firma am floor verständigt. Dessen Aktion sei nun in ihrer elementaren Form beschrieben: Das Mitglied geht zum post des Titels, fragt den specialist nach dem bid, nimmt es blitzschnell an, ruft sofort ein neues, erheblich niedrigeres bid über den Umfang des Blocks aus, ein entsprechendes ask darüber und nimmt das ask an. Dies geschieht in fünf Sekunden oder weniger, um niemand Zeit zu lassen, den cross aufzubrechen.

Dieses rüde Vorgehen an der Börse stellt zwar formal ein korrektes crossing dar, es war aber nie die Regel und ist seit 1972 auch im Widerspruch zu den Vorschriften der NYSE. Die Börse möchte wenigstens alle Kaufaufträge von Mitgliedern im

book und in der crowd ausgeführt wissen, die zum Abschlußkurs, zum bestehenden bid oder dazwischen limitiert sind, um diese Auftraggeber nicht vor den Kopf zu stoßen; sie möchte solche Aufträge vor Nichtbedienung schützen.

Andererseits ist es durchaus möglich, daß einigen Anlegern die Konditionen nicht zusagten, die ihnen ein block assembler bot, und daß sie sofort Aufträge an die Börse sandten, um so die Aktien noch günstiger zu erwerben, wenn der Block doch etwas unter dem ihnen gebotenen Kurs umgehen sollte. Es ist ohne weiteres zu vertreten, wenn solche Aufträge leer ausgehen. Die Regeln der NYSE sehen nun vor, daß der block positioner im Falle eines Verkaufs zunächst beim specialist erfragt, wieviel er zu verschiedenen möglichen Abschlußkursen für sich und das book kaufen wolle. Er versucht dann, diesen Anforderungen gerecht zu werden, neu hereinkommende Aufträge spielen keine Rolle mehr. Der cross wird damit zum Schlußpunkt einer besonderen Kollektivverhandlung, mit der die Aufträge des block assemblers und alle zu einem bestimmten Zeitpunkt im book des specialist vorliegenden Kaufaufträge mit Limiten zum Abschlußkurs oder darüber ausgeführt werden. Man nennt diesen Abschlußkurs daher auch clean-up price.

Wenn der block positioner den specialist dagegen nicht befragt, muß er alle Kaufaufträge befriedigen, bevor er seine Position erhöhen darf, und er muß dem specialist dann auf jeden Fall 5% des Blocks zur Verfügung stellen, wenigstens aber 1.000 Aktien. Für den Kauf eines Blocks gelten entsprechende Überlegungen und Vorschriften.

Bei Blocks im Werte von rund einer halben Million Dollar ist die besondere Funktion des block positioners nicht immer wahrnehmbar. Es kann hier durchaus vorkommen, daß der specialist für Rechnung seines book, für eigene Rechnung und mit Hilfe bekannter Händler z.B. im Falle eines Blockverkaufs eine ausreichende Nachfrage zusammenbringt, um den Block zu einem akzeptablen Abschlußkurs unterzubringen, oder wenigstens genug, um den block positioner darauf verzichten zu lassen, "upstairs" nach einer interessierten Institution suchen zu lassen. Aber

auch hier unterbricht ein Gesamtkurs, der regelmäßig außerhalb der bis dahin bestehenden Spanne liegt, die Folge der Einzelkurse des round-lot trading und macht die Besonderheit des block trading sichtbar.

Das block positioning ist primär durch die damit verbundenen Provisionen profitabel. Dem specialist der NYSE ist nun eigene Emittenten- und Institutionenkundschaft verboten, damit er unbeeinflußt von wesentlichen nichtöffentlichen Unternehmens- und Marktinformationen seiner Aufgabe nachgeht und auf möglichst gleichem Informationsniveau wie seine Kunden steht und solche besonders wichtigen direkten Kunden nicht bevorzugt behandelt. Es kann daher niemand von einem specialist erwarten, daß er sich bereithält, Blockpositionen zu finanzieren, wo ihm die institutionelle Kundschaft verwehrt ist und er beim cross höchstens einen geringen Teil der potentiellen Mitgliederprovision erhält. Je größer der Block, desto mehr fällt daher der Anteil, den der specialist für eigene Rechnung aufnimmt oder abgibt, unter seinen üblichen Eigenhandelsanteil.

Der specialist muß daher als market maker durch den block positioner ergänzt werden. Das gilt auch für den specialist als Vermittler, da bei Blocks die Kosten der Vermittlung geringer zu sein pflegen als die des Haltens der Position und da der specialist wegen seiner Sortimentsbeschränkung weder auf dem floor noch außerhalb über Möglichkeiten einer kostengünstigen aktiven Vermittlung verfügt. Die Evolution eines Marktsegmentes für den Blockhandel mit speziellen Teilnehmern und Verfahren als Antwort auf die Institutionalisierung scheint daher sinnvoll, aber primär durch die Sortimentsvorschriften bedingt gewesen zu sein, die specialists und block positioners gegenseitig vor Wettbewerb schützen, obwohl die notwendige Zusammenarbeit den beabsichtigten Effekt der Sortimentsbeschränkung infrage stellt. Daß ohne Beschränkungen wenigstens einige full-line houses die Funktion beider in einer Hand vereinigen dürften, lassen die jüngsten Entwicklungen im Odd-lot-Handel als nahezu sicher erscheinen.

Für kleine Aufträge, für den Handel der odd lots, verfügt die NYSE seit etwa hundert Jahren über ein besonderes und sehr ausgefeiltes Handelsverfahren, da ein individuelles Aushandeln von Einzelkursen in solchen Aufträgen Transaktionskosten bedingen würde, die in keinem ausgewogenen Verhältnis zum Wert der umgesetzten Titel stünden. Anstatt alle solche Aufträge in einer speziellen Kollektivverhandlung zu einem Gesamtkurs anzuwickeln, wie es an manchen europäischen Börsen üblich ist, zieht die NYSE Einzelabschlüsse vor, jedoch werden die Kurse hierfür nicht ausgehandelt, sondern einfach nach Maßgabe des Auftragstyps - die NYSE kennt etwa ein Dutzend verschiedener Auftragsmuster für odd lots - aus dem bid, offer oder einem Kurs des round-lot trading abgeleitet. Wer z.B. einen Auftrag gibt, "on offer" zu kaufen, erhält Abrechnung zu einem Kurs, der um ein sogenanntes odd-lot differential von ein Achtel Dollar über dem offer oder ask bei Eingang seines Auftrages an der Börse liegt, gleichgültig, ob zum offer ein round lot umgesetzt wird oder nicht. Die Stücke kommen aus der Position des odd-lot dealers, der sie durch Round-lot-Transaktionen anpaßt, wenn sich Kauf- und Verkaufsaufträge in einem Titel nicht ausgleichen.

Diese unselbständige Kursstellung hat die Automatisierung des Odd-lot-Handels von der Eingabe der Aufträge bei den Mitgliedsfirmen bis hin zur Ausführungsnotiz sehr erleichtert. Dieses automatisierte System für den Odd-lot-Handel gehörte Carlisle DeCoppet & Co., dem einzigen reinen odd-lot dealer, den es in den siebziger Jahren noch gab. Im Oktober 1975 begann dann die größte Mitgliedsfirma der NYSE, Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc., diesen odd-lot dealer zu umgehen, indem sie alle Odd-lot-Aufträge, die vorbörslich eingingen, zusammenfaßte und im opening ausführte, ohne den Kunden über die üblichen Provisionen hinaus noch den odd-lot differential abzufordern. Der weitergehende Plan von Merrill Lynch, odd lots aus Rationalisierungsgründen außerbörslich auszuführen und gegenüber den eigenen Kunden selbst als odd-lot dealer aufzutreten,

ohne einen differential zu verlangen, wurde von der NYSE zwar abgelehnt, von der SEC jedoch unterstützt, so daß Merrill Lynch diesen Plan im Januar 1976 verwirklichte. Damit verloren Carlisle DeCoppet ein Viertel ihres Umsatzes und entschieden sich nach längerem Zögern, das Odd-lot-Geschäft aufzugeben und ihr Handelssystem für $ 3,5 Mio. an die NYSE zu verkaufen. Seit dem Mai 1976 haben die specialists die Funktion eines odd-lot dealers in den ihnen zugewiesenen Titeln übernommen, wie es ohnehin bei cabinet stocks an der NYSE und an den anderen amerikanischen Börsen seit langem üblich ist. Sie verlangen ein odd-lot differential von ein Achtel Dollar auf alle Transaktionen, abgesehen von Transaktionen zum Eröffnungskurs. Im Juli 1976 folgte eine andere große Mitgliedsfirma dem Schritt von Merrill Lynch.

Der Handel in Anleihen an der NYSE macht nur rund 6% des Gesamtumsatzes der Börse aus, wie aus Tabelle K-3 hervorgeht, obwohl der Marktwert der zugelassenen Anleihen fast die Hälfte des Wertes aller NYSE-Aktien erreicht. Dieses Mißverhältnis ist nicht nur auf die geringere Umschlagshäufigkeit von Anleihen im Vergleich zu Aktien zurückzuführen. Vielmehr werden Anleihen primär außerbörslich gehandelt, und die NYSE kennt bei Anleihen, ganz im Gegensatz zu Aktien, seit langem nur eine sehr milde Form des Börsenzwanges und selbst hier nur für Industrie- und Auslandsanleihen. Der Handel in den sogenannten free bonds oder active bonds wird fast ausschließlich von den wenigen floor brokers getragen, die nur in Anleihen handeln und deshalb gewöhnlich als bond brokers bezeichnet werden. Es ist ein Handel zwischen diesen brokers ohne specialist, die Bezeichnung free crowd ist treffend. Die Regeln des round-lot trading gelten mit gewissen Modifikationen, z.B. in der Rangfolge von Aufträgen. Über 2.000 der an der NYSE zugelassenen 2.600 Anleihen werden kaum oder gar nicht umgesetzt, sie werden inactive bonds oder cabinet bonds genannt, da die bond brokers Aufträge in solchen Titeln gleich auf eine Karteikarte schreiben und in einem cabinet ablegen lassen. Passen zwei Aufträge zusammen, übergibt der

zuständige Börsenangestellte sie den bond brokers, denen diese Aufträge zugeleitet wurden, damit sie das Geschäft abschließen. Zu den cabinet bonds gehören auch alle U.S.Government bonds, bei denen die Erfüllungsfrist allgemein nur einen Tag beträgt, alle municipals und Auslandsanleihen. Alle cabinets für Anleihen sollen im Frühjahr 1977 aufgelöst sein, da dann die Aufträge über das Computersystem der Börse an die NYSE geleitet werden. Die Händler können die Aufträge an der Börse an Sichtgeräten lesen. Im Oktober 1976 waren bereits 235 cabinet bonds in dieses Orderdispositionssystem einbezogen, das Automated Bonds System genannt wird.

b) Die Marktsegmente der American Stock Exchange

Die American Stock Exchange (Amex) wird oft als Abteilung der NYSE gesehen, als das Marktsegment, das die NYSE nach unten hin ergänzt, als mittlere Station für die Aktien expandierender Gesellschaften auf ihrem Aufstieg aus dem OTC-Markt zur NYSE. Diese Sicht wird durch die Zulassungskriterien der Amex gestützt. Die Anforderungen bei Aktien im Streubesitz, bei Roundlot-Aktionären und bei den Gewinnen betragen 40% der NYSE-Anforderungen, bei anderen Kriterien sind sie geringer. Umgekehrt sind die Kriterien für die Rücknahme der Zulassung durch die NYSE so angesetzt, daß ein Titel, den sie treffen, dann meist noch zur Amex absteigen kann. Seit 1911 durften an der Amex - damals wurde sie noch New York Curb genannt - keine Aktien gehandelt werden, die an der NYSE zugelassen waren und umgekehrt.

1962 kam es dann in New York zu einer Abrundung der Amex nach unten. Damals entstand die National Stock Exchange (NSE) und bemühte sich zunächst mit Erfolg um solche Werte, die den Anforderungen der Amex nicht genügten. Die Mitgliedschaft der Amex und der NSE besteht ganz überwiegend aus NYSE-Mitgliedern. Wenn nun eine Aktie sich für die "übergeordnete" Börse quali-

fizierte und dort zugelassen wurde, konnte sie nicht mehr auf ihrem bisherigen Markt gehandelt werden.

Diese Zulassungspolitik erwies sich für die Amex und die NSE als Nachteil. Zum einen erscheinen die Aktien kleinerer Gesellschaften für institutionelle Anleger wenig geeignet, der Anteil dieser Anleger an den Börsenumsätzen nahm aber gerade in den letzten Jahren sehr stark zu. Zum anderen bemüht sich die NASD seit der Verbesserung der Marktorganisation des außerbörslichen Handels im Jahre 1971 intensiv darum, Aktiengesellschaften von ihren Börsenzulassungsplänen abzubringen, wobei ein wichtiges Argument die gegenüber NYSE und Amex geringeren einmaligen und fortlaufenden Zulassungsgebühren sind. Beide Entwicklungen haben den beiden kleineren New Yorker Börsen geschadet. Die NSE stellte 1975 den Handel ein. An der Amex ging im Gegensatz zu den anderen Börsen die Zahl der Aktien und Emittenten zurück (Tabelle K-6), der Anteil der Amex-Titel am Aktienumlauf sank (Tabelle K-5), und gemessen am Börsenumsatz zu Marktwerten verlor die Amex 1974 ihren traditionellen zweiten Platz unter den amerikanischen Börsen an die Midwest Stock Exchange.

Die Amex nahm diese Rückschläge nicht einfach hin, sondern verfolgte verschiedene Pläne, ihre Stellung zu stärken. Während ihre Bemühungen scheiterten, ausländische Gesellschaften ohne volle Erfüllung der SEC-Publizitätsanforderungen zuzulassen, genehmigte die SEC das Optionshandelsprogramm der Amex, das 1975 anlief und seither erheblich zum Gesamtumsatz beiträgt. Ebenfalls im Jahre 1975 kam die Amex mit einem eigenständigen, attraktiven Programm für den Handel von Regierungsanleihen heraus. Schließlich wirkte sich das Securities Reform Act insofern vorteilhaft für die Amex aus, als es die SEC im Mai 1976 veranlaßte, die New Yorker Zulassungspolitik als wettbewerbseinschränkend einzustufen und ihre Änderung zu verlangen. Im August entschied sich daraufhin der erste Emittent, Varo Inc., seine Aktien weiterhin an der Amex handeln zu lassen, als deren NYSE-Notierung aufgenommen wurde. Inzwischen sind andere Gesellschaften dem Beispiel von Varo gefolgt.

An der American Stock Exchange finden sich im wesentlichen die gleichen Verfahren wie an der NYSE. Das gilt besonders für den Aktienhandel. Round lots werden wie an der NYSE in der crowd und über specialists fortlaufend gehandelt. Da an der Amex der Durchschnittsumsatz pro Titel geringer als an der NYSE ist, stehen die specialists hier noch mehr als dort im Brennpunkt des Handels, und sie sind wenigstens an jeder dritten Transaktion für eigene Rechnung beteiligt. Der Odd-lot-Handel liegt hier von jeher in den Händen der specialists, aber wie an der NYSE wird er seit Anfang 1976 in zunehmendem Maße innerhalb großer Mitgliedsfirmen - also außerbörslich - abgewickelt. Blocktransaktionen spielen bei weitem nicht die Rolle wie an der NYSE, da die an der Amex notierten Aktien mit einem durchschnittlichen Marktwert von $ 22 Mio. pro Titel zum Jahresende 1975 gegenüber $ 323 Mio. für die NYSE häufig nicht die Markttiefe haben können, die institutionelle Anleger verlangen. Die Amex ist daher ein Markt geblieben, der primär den individuellen Anlegern dient.

Obwohl auch im Aktienhandel gewisse Unterschiede in der Handelstechnik und in den Handelsvorschriften gegenüber der NYSE bestehen, haben sie im Zusammenhang dieser Arbeit keine grundsätzliche Bedeutung. Einige bemerkenswerte Abweichungen zeigen sich jedoch im Anleihenhandel. Erstens sind alle Anleihen jeweils einem specialist zugewiesen, obwohl auch die Amex Bestimmungen für cabinet trading kennt. Zweitens hat die Amex - wie oben angedeutet - für etwa 250 Titel der Bundesregierung und deren agencies seit 1975 ein besonderes Verfahren, nämlich den Handel über einen sogenannten U.S. Government securities dealer auf dem floor der Börse eingerichtet. Zwar ist auch er im Gegensatz zu seinen außerbörslichen Namensvettern ein specialist, allerdings mit der besonderen Verpflichtung, als market maker stets jeden dieser Regierungstitel in Nominalbeträgen von $ 1.000 - 99.000 zu geben und zu nehmen. Außerdem orientiert er sich, anders als ein normaler specialist und eher einem odd-lot dealer ähnlich, an den Kursen des Hauptmarktes.

Deshalb ist er direkt mit den wichtigsten außerbörslichen market makers verbunden; eine Ausnahmeregelung der Börse erlaubt dieses ungewöhnliche Arrangement. Für dieses Marktsegment besteht auch ein besonderes, stückeloses Erfüllungssystem, das auf Schuldbuchforderungen in den Büchern der Federal Reserve Banks basiert. Dadurch konnten die bisher für kleine und mittlere Anleger prohibitiven Transaktionskosten der Regierungstitel so erheblich gesenkt werden, daß eine größere Zahl von Interessenten diesen neuen Service der Amex zu nutzen begonnen hat.

c) Die Regionalbörsen

Als Hauptmärkte haben die Regionalbörsen fast keine Bedeutung, wie Tabelle K-7 zeigt. In dieser Tabelle sind die Titel und ihre Marktwerte zusammengestellt, die ausschließlich außerhalb New Yorks börslich gehandelt werden, also an den Börsen von Boston, Cincinnati, Detroit, Spokane und Honolulu sowie an der Midwest Stock Exchange in Chicago, der Pacific Stock Exchange in Los Angeles und San Francisco, der PBW Stock Exchange in Philadelphia und der Intermountain Stock Exchange in Salt Lake City. Leider sind entsprechende Umsatzangaben nicht möglich. Ein Vergleich mag immerhin einen gewissen Eindruck vermitteln: Man dürfte ein zutreffendes Bild von der Bedeutung der Regionalbörsen als Hauptmarkt für Wertpapiere erhalten, wenn man sich den Aktienhandel der Kopenhagener Börse auf neun Börsen verteilt vorstellt.

Der Abstieg der Regionalbörsen begann während der Weltwirtschaftskrise, als zahlreiche Titel von ihren Kurszetteln verschwanden. Änderungen der Aufsichtsbestimmungen beschleunigten ihn. Waren unter manchen blue-sky laws die Emittenten börsennotierter Titel gerade von jeder staatlichen Aufsicht ausgenommen, so trafen die anspruchsvolleren Bestimmungen der neuen Bundesgesetze eben diese Gesellschaften. Die Zulassung eines Titels an einer Regionalbörse unterwarf die emittierende Gesellschaft den Vorschriften über die periodische Publizität,

Tabelle K - 7

Titel der Regionalbörsen

Titel [1]	Jahresende	
	1973	1974
Stammaktien		
Anzahl	246	271
Marktwert in Mio. $	2.809	1.947
Vorzugsaktien		
Anzahl	126	131
Marktwert in Mio. $	974	814
Anleihen		
Anzahl	32	41
Marktwert in Mio. $	501	488
Alle Titel		
Anzahl	404	443
Marktwert in Mio. $	4.284	3.249
(in Prozent des Marktwertes aller börsennotierter Titel [2])	(0,48)	(0,41)

1) Ohne Anleihen inländischer öffentlicher Emittenten. Anleihen ausländischer Emittenten werden an den Regionalbörsen nicht notiert, jedoch 5 Aktien dieser Emittenten an der PSE und 2 in Honolulu mit einem Marktwert von $ 97 Millionen (Ende 1974).

2) Entsprechende Sätze allein auf Aktien bezogen lauten 1974 4,1% bei Vorzugsaktien und 0,38% bei Stammaktien. Die entsprechende Angabe für Anleihen ist 0,19%.

über die Stimmrechtsausübung und über Insider-Transaktionen des Securities Exchange Act von 1934, die über das hinausgingen, was die Zulassungsbedingungen der Regionalbörsen bisher gefordert hatten. Außerdem war es wegen des Securities Act von 1933 nicht mehr möglich, Neuemissionen an den Börsen einzuführen, d.h. die Börse als Emissionsmarkt zu benutzen. Diese Gesetze mögen eine Tendenz unter den Emittenten eingeleitet haben, entweder die Zulassung einer New Yorker Börse zu suchen oder die Titel außerbörslich handeln zu lassen. Allerdings setzte sich diese Tendenz auch noch fort, seitdem 1964 das Exchange Act geändert wurde und sich die genannten Bestimmungen auch auf OTC-Gesellschaften erstrecken, die ein Vermögen von mehr als $ 1 Mio. haben und wenigstens einen Beteiligungstitel (z.B. Aktien, Wandelanleihen) emittierten, den 500 oder mehr Anleger halten. Obwohl die Gesellschaften, die für eine Notiz an einer Regionalbörse infrage kamen, diese Kriterien meist erfüllten, nahm die Zahl der ausschließlich an den Regionalbörsen notierten Aktien seit 1964 tendenziell weiter ab, von über 1.000 vor dem ersten Weltkrieg auf 400 in den letzten Jahren, wenn auch nicht mehr so schnell wie bis dahin.

Es liegt daher nahe, nach anderen Faktoren zu suchen, die Aufschluß über die geringe Attraktivität der Regionalbörsen für kleinere Gesellschaften geben. Erstens sei auf die Verbesserung der Marktorganisation im OTC-Bereich hingewiesen. Besonders Entwicklungen in der Fernsprech- und Fernschreibtechnik verbesserten die Kommunikation der Effektenhändler untereinander erheblich und verringerten den Bedarf an Versammlungen zum Handel in Titeln, die am Ort auf Interesse stießen. Dieser Bedarf erklärt wohl hauptsächlich die Existenz von über dreißig Regionalbörsen im Jahre 1935. Daneben dürfte die Ordnung des OTC-Marktes durch die NASD eine Rolle spielen. Ein zweiter fundamentaler Faktor ist die Interessenlage der broker-dealers, die örtlich oder regional das Emissionsgeschäft für kleinere Gesellschaften betreiben. Sie können nach der Emission die Masse der Aufträge in den von ihnen placierten Titeln erhalten.

Entschließen sie sich, market maker in solchen Titeln zu sein, dann brauchen sie das Provisionspotential dieser Aufträge mit keinem specialist, mit niemandem zu teilen. Außerdem können sie in durchaus einwandfreier Weise durch Berichte und Analysen ihrer Titel das Anlegerverhalten und die Rentabilität ihrer Handelsbestände zu steuern versuchen. Zwar ist hier die Gefahr des unlauteren Zugriffs auf das Vermögen der Anleger besonders groß, aber selbst ein broker-dealer, der sie stets zu meiden weiß, wird sich kaum dazu entschließen, einem Emittenten zur Börsenzulassung zu raten, bevor der Titel groß und der Wettbewerb anderer market makers in ihm scharf geworden ist.

Heute sind die Regionalbörsen daher in erster Linie Konkurrenzmärkte, Teilmärkte der Titel New Yorker Börsen. Weit über 90% der Umsätze regionaler Börsen entfallen auf Titel, deren Hauptmarkt in New York ist. Die Rolle eines Teilmarktes ist ihnen zunächst von selbst zugefallen. Die großen Regionaltitel wurden in New York zugelassen, aber nach wie vor noch regional gehandelt (dually listed securities, dual trading). Für andere breitgestreute Werte bestand schon seit Jahrzehnten Interesse und damit auch ein Markt am Ort, ohne daß deren Emittenten hier ein Zulassungsverfahren durchlaufen hatten (multiple unlisted trading). Für die bedeutenderen regionalen Effektenhandelsfirmen war es selbstverständlich, Mitglied auch der New Yorker Börsen zu werden. Man übernahm von New York die Technik des fortlaufenden Handels und orientierte sich an den Kursen, die über den Ticker aus New York gemeldet wurden. Odd lots und kleinere Round-lot-Aufträge wurden einfachheitshalber am Ort, an einer Regionalbörse gehandelt zu den Kursen New Yorks. Der Kunde hatte grundsätzlich keine Nachteile, der broker sparte Kosten.

Das Exchange Act legte die Entscheidung darüber, ob eine Börse zusätzliche Titel anderer Börsen ohne Zulassung handeln darf, in die Hände der SEC. Die SEC bemühte sich, auf diesem Wege wenigstens einige Regionalbörsen zu erhalten. Allerdings verlangte sie ausgangs der dreißiger Jahre vorübergehend, bei der

Ausführung von Round-lot-Aufträgen von der unselbständigen Kursfeststellung abzugehen, damit wenigstens hier die örtliche Marktlage einen Ausdruck finden kann. Einige Regionalbörsen kennen seither eine Vorschrift für ihre market makers, daß entweder ihr bid oder ihr ask besser sein muß oder sein sollte als in New York, und sie versuchen, Preisunterschiede gegenüber New York, die für Anleger ungünstig sind, in sehr engen Grenzen zu halten. Die SEC blockierte 1941 einen Versuch der NYSE, ihre Mitglieder zur Aufgabe ihres Handels an den Regionalbörsen zu zwingen. Nicht zuletzt diese Maßnahmen der SEC erhielten den Regionalbörsen durch zwei Jahrzehnte einen Umsatzanteil von 6 - 7%, den sie erst in den sechziger Jahren auf 8% und in jüngster Zeit auf über 11% anheben konnten.

Dieses Wachstum verdanken die Regionalbörsen erstens der zunehmenden Bedeutung der institutionellen Anleger, deren Interesse sie auf verschiedenste Weise entsprachen. Zunächst erlaubten sie bestimmte Provisionsrabatte, die New Yorker Börsenmitglieder nicht gewähren durften. Später ließen sie institutionelle Anleger selbst als Börsenmitglieder zu, so daß auf diese Weise die Rabattverbote unterlaufen werden konnten; diese Möglichkeiten institutioneller Anleger, selbst oder durch verbundene Unternehmen an der Börse für eigene Rechnung zu handeln, wurden allerdings 1973 beschränkt und sind ab 1978 allgemein verboten. Ihren Sinn haben derartige Arrangements freilich bereits mit der stufenweisen Freigabe der Provisionen eingebüßt, die 1971 mit der Anlegerprovision auf die Teile von Aufträgen begann, die $ 500.000 überschritten, und die 1972 die Teile über $ 300.000 einbezog; 1975 wurde die kartellarische Fixierung der Anlegerprovision und 1976 auch die der Mitgliederprovision verboten.

Außerdem boten die Regionalbörsen auch von den Provisionen abgesehen günstige Bedingungen zur Ausführung von Blockgeschäften. Zum einen erschienen die Transaktionen nicht auf einem New Yorker Ticker und veranlaßten somit auch weniger

Reaktionen, zum anderen braucht das Börsenmitglied auf den specialist an der Regionalbörse beim crossing eines Blocks keine Rücksicht zu nehmen, so daß anders als an der NYSE die Profitabilität des block assembling nicht durch die Auftragslage beim specialist berührt wird. Der erste Vorteil ist 1975 durch das consolidated ticker tape weggefallen, der zweite ist durch das central limit order book (CLOB) bedroht. Auf beide Elemente des nationalen Börsensystems wird im Abschnitt IV eingegangen.

Ein zweiter Faktor für das Wachstum der Regionalbörsen war ihre aufgeschlossene Haltung gegenüber ausländischen Effektenhandelsbetrieben, die sie als Mitglieder zuließen, und zwar selbst dann, wenn es sich um Töchter ausländischer Banken handelte. Aber auch die New Yorker Börsen dürfen aufgrund einer Entscheidung der SEC im Jahre 1976 die Töchter ausländischer Effektenfirmen nicht mehr von der Mitgliedschaft ausschließen. Für diese Mitglieder werden die Regionalbörsen, genau wie für institutionelle Anleger, an Attraktivität verlieren. Es erscheint fraglich, ob sie ihren Umsatzanteil von 11% zu halten vermögen. Die Regionalbörsen können sich in Zukunft immer weniger auf Wettbewerbsvorteile rechtlicher Art stützen, abgesehen von der New Yorker Transfer-Steuer für Aktien. Man muß zwar berücksichtigen, daß die Börsen sich die Vorteile weitgehend selbst geschaffen haben, weitere erfolgreiche Aktionen dieser Art zeichnen sich jedoch nicht ab.

Damit sind die Regionalbörsen in Zukunft hauptsächlich auf den dritten Faktor angewiesen, auf dem ihr Wachstum basierte: auf ihre Bereitschaft, durch weitere Innovationen im Bereich des Service für ihre Mitglieder und durch den Wettbewerb ihrer Mitglieder selbst sich gegenüber den New Yorker Börsen zu behaupten. Besonders die Midwest Stock Exchange hat sich in diesem Sinne ausgezeichnet. Sie hat sich kontinuierlich und eher als andere Börsen um eine Modernisierung des Erfüllungsbereiches und der Orderdisposition der Mitglieder bemüht.

Die Spannen ihrer specialists sind in den rund 650 New Yorker Titeln, die hier gehandelt werden, oft enger als am Hauptmarkt selbst und Änderungen dieser Spannen werden schneller auf den Quotierungsgeräten in den Büros der broker-dealers sichtbar als die anderer Börsen, nachdem die MSE seit Ende 1975 Geld- und Briefkurse in kürzeren Intervallen abfragen läßt. Auch ihre Lage im zweitgrößten Finanzzentrum der Vereinigten Staaten gibt ihr einen gewissen Rückhalt. Ähnliches gilt für die Pacific Stock Exchange, der darüber hinaus noch die Zeitverschiebung zugute kommt. Es ist diese Art Wettbewerb, die den Regionalbörsen trotz ihrer relativ bescheidenen Umsätze ihre Bedeutung gibt. Überdies haben die Initiativen der Regionalbörsen als self-regulatory organizations die börsenpolitische Diskussion belebt und vorangebracht.

2. Börsliche Segmente des Terminmarktes

a) Börsliche Optionsmärkte

Bis 1973 wurden Optionen in den USA allein außerbörslich gehandelt. Für diesen außerbörslichen Handel stellt die Put and Call Brokers and Dealers Association in New York die Standardverträge zur Verfügung, ihre rund 20 Mitglieder haben sich auf die Vermittlung von Optionsgeschäften spezialisiert und erhalten Aufträge von Käufern und Stillhaltern über deren brokers. Eine Mitgliedsfirma der NYSE, meist der broker des Stillhalters, garantiert die Option. Wie in allen anderen Ländern schwanken die vereinbarten Bezugs- oder Abgabekurse (Basiskurse) mit dem Kassakurs, und die Laufzeit der Option (i.d.R. 35, 65 oder 95 Tage oder 6 Monate und 10 Tage) beginnt jeweils mit dem Abschlußtag.

Der Chicago Board of Trade, die größte Warenbörse der Welt, an der früher auch Effekten gehandelt wurden, beschäftigte sich seit Ende der sechziger Jahre mit Plänen für einen

börslichen Optionshandel. 1972 gründete er die Chicago Board Options Exchange (CBOE), an der seit Ende April 1973 gehandelt wird. Der Board of Trade investierte in den fünf Jahren der Entwicklung der CBOE $ 2,5 Mio. Der Erfolg der CBOE war erstaunlich. Die Zahl ihrer Mitglieder stieg in den ersten drei Jahren von 400 auf 1.300, während der Preis der Mitgliedschaft anfangs $ 10.000, sich verzehnfachte. Bereits Ende 1974 mußte der ursprüngliche Börsensaal aufgegeben werden, da er zu klein geworden war. Der Marktwert der umgesetzten Optionen entspricht bereits den Börsenumsätzen der großen Regionalbörsen und einem Vielfachen der Umsätze, die je durch die Put and Call Brokers and Dealers Association erzielt wurden, obwohl bisher nur Kaufoptionen (calls) auf knapp 90 Aktien gehandelt werden. Allerdings sind die Expansionsmöglichkeiten beschränkt. Die Zahl der amerikanischen Aktien, die für den börslichen Optionshandel geeignet sind, wird höchstens auf wenige Hundert geschätzt. Die Umsätze in zusätzlichen Titeln dürften daher relativ gering sein, und auch Verkaufsoptionen (puts) sind nicht so umsatzträchtig wie calls. Ab 1977 sollen puts börslich gehandelt werden, aber die SEC hat die Genehmigung hierzu noch nicht erteilt und ihre Entscheidung wiederholt hinausgeschoben. Der Erfolg des börslichen Optionshandels spiegelt sich auch darin, daß die Amex und andere Börsen damit ihre Umsätze zu stabilisieren hoffen. 1975 nahmen die Amex und die PBW den Handel in calls auf, 1976 die PSE. Besonders die Amex wollte der CBOE bereits 1973 folgen, wurde aber von der SEC aufgehalten. Der Optionshandel an der Amex erfaßt 60 Aktien und soll auf 100 Aktien und um einige Regierungsanleihen erweitert werden, an der PBW werden gegenwärtig calls auf 27 Aktien, an der PSE auf 20 Aktien gehandelt. Einige wenige Titel sind bereits an zwei Börsen zum Optionshandel zugelassen. Auch die NASD plant einen Optionshandel in großen OTC-Werten über Nasdaq. Schließlich wollen so traditionsreiche Märkte wie die Amsterdamer und die Londoner Börse und die NYSE dem Vorbild der gerade entstandenen CBOE folgen.

Der Erfolg der CBOE basiert in erster Linie auf ihrem Optionsvertrag und auf ihrem überzeugenden, gegenüber dem außerbörslichen

Markt deutlich kostengünstigeren Handelsverfahren. Der Optionsvertrag an der Börse wird zwar zwischen Stillhalter und Käufer abgeschlossen, und der Stillhalter erhält vom Käufer den Optionspreis. Der Stillhalter hat aber eine bedingte Lieferpflicht nicht gegenüber dem Käufer, sondern an seiner Stelle gegenüber der Options Clearing Corporation (OCC), entsprechend erhält der Käufer ein Bezugsrecht nur gegenüber der OCC, nicht gegenüber dem Stillhalter. Damit entfällt die Notwendigkeit einer zusätzlichen Garantie, und der Verkäufer wird vom Käufer unabhängig. Der Verkäufer ist daher nicht mehr Stillhalter im Sinne des Wortes, denn er kann sich ähnlich wie beim festen Terminhandel aus seiner Verpflichtung durch Aufrechnung befreien, indem er eine gleiche, nicht dieselbe Option zurückkauft. Wie der Käufer kann er also jederzeit seine Position aufgeben. Er muß nicht mehr die Entscheidung des Käufers abwarten.

Um stets gleiche Optionen anbieten zu können, werden börsliche Optionsgeschäfte nicht mit standardisierten Laufzeiten, sondern mit festen Verfalltagen abgeschlossen, und zwar mit vier Verfalltagen im Jahr (jeweils der letzte Montag im Januar, April, Juli und Oktober). Auch die Basiskurse sind im Gegensatz zum außerbörslichen Handel standardisiert (z.B. 25, 30 und 35). Der Handel einer "Fälligkeit" beginnt stets etwas mehr als neun Monate früher, so daß stets für jeden Titel wenigstens drei Fälligkeiten mit wenigstens je einem Bezugskurs gehandelt werden können; entfernt sich der Kassakurs eines Titels so weit vom bisher gebrauchten Bezugskurs, daß er einem neuen möglichen Bezugskurs näher liegt, dann wird meist auch dieser Bezugskurs zugelassen. In allen offenen Fälligkeiten mit jedem einmal zugelassenen Bezugskurs kann bis zum Börsentag vor dem Verfalltag gehandelt werden; Forderungen gegen die OCC entstehen, zirkulieren oder erlöschen durch Aufrechnung. An die Stelle einer praktisch unbegrenzten Zahl von nebeneinander bestehenden Basiskurs-Fälligkeitskombinationen bei calls des außerbörslichen Handels treten damit mindestens drei und meist nicht mehr als zwanzig solcher Kombinationen bei börslichen Kaufoptionen.

Dieses sehr flexible und in seinen erheblichen Risiken gut überschaubare und eingrenzbare Instrument scheint einerseits individuellen und institutionellen Anlegern als Stillhaltern die Möglichkeit zusätzlicher Erträge auf Bestände in Optionswerten zu geben und könnte sich daher positiv auf die Kapitalkosten dieser Gesellschaften auswirken. Andererseits bietet es selbst für Anleger mit bescheidenem Vermögen hochinteressante Kombinationsmöglichkeiten mit anderen Anlagen. Es würde zu weit führen, hier auf solche Kombinationen einzugehen, diese Verwendungsmöglichkeiten haben aber zweifellos eine große Zahl amerikanischer Anleger intellektuell angesprochen und so zum Erfolg der CBOE beigetragen. Es bleibt festzuhalten, daß Ausgangspunkt dieses Erfolges zwei an sich sehr einfache Verbesserungen der Marktorganisation waren, zusätzliche Schritte bei der Standardisierung von Optionsverträgen und die Beendigung der vertraglichen Beziehungen zwischen Käufer und Verkäufer mit der Zahlung des Optionspreises.

Auch beim Handelsverfahren ging die CBOE einige Schritte weiter als andere amerikanische Börsen. Wie sie kennt die CBOE brokers, insbesondere floor brokers, die in der crowd miteinander handeln können. Wie in Abschnitt 1 a) erwähnt, ist der specialist aber teils durch den rein mitgliederprovisionsorientierten board broker, teils durch (rein spannenorientierte) market makers ersetzt. Der board broker führt nur limitierte Aufträge für die Rechnung von Nichtmitgliedern aus. Die Gebote in seinem public limit order book haben Vorrang vor allen anderen Geboten zum selben Preis. Um die Spannen möglichst eng zu halten, fördert die CBOE den Wettbewerb unter den market makers. Von 1.300 Mitgliedern sind 500 market makers, über 300 davon widmen sich ausschließlich dieser Funktion. 15 market makers, davon 10 hauptberufliche, arbeiten an jedem der 33 posts und handeln jeden Titel dort. Die CBOE verschärft den Wettbewerb zwischen den market makers noch dadurch, daß sie es ihnen erlaubt, einen bestimmten Anteil ihrer Transaktionen in Werten anderer posts abzuwickeln, für

die sie an sich nicht zuständig sind. Darüber hinaus schreibt die CBOE in bestimmten Fällen geringe Maximalspannen vor. Der Anteil der market makers am Umsatz beträgt 35 - 40%. Während die PBW ein ähnliches Verfahren wie die CBOE benutzt - an die Stelle des selbständigen board broker tritt hier ein Angestellter der Börse, der OBO (order book official) -, handeln die Amex und die PSE Optionen genau wie Aktien nach dem normalen Round-lot-Verfahren und haben die Zuständigkeiten für Optionen auf ihre specialists verteilt.

Die Erfüllung der Geschäfte erfolgt am Tag nach dem Abschluß über die OCC. Anders als im außerbörslichen Geschäft ist die Belieferung vollkommen stückelos. Die SEC verlangte von den Börsen, die dem Vorbild der CBOE folgten, daß auch sie sich der OCC bedienen, so daß die OCC die nationale Clearingstelle für Optionsgeschäfte wurde. Auch die Kurse und Umsätze von Optionen werden durch eine gemeinsame Einrichtung verbreitet, den option ticker der Options Price Reporting Authority.
In beiden Punkten sind damit bereits Ziele des nationalen Marktsystems erreicht.

b) Märkte mit festen Termingeschäften in Effekten

Eingangs des Abschnitts II wurde darauf verwiesen, daß die Geschichte amerikanischer Effektenmärkte keinen parallelen Handel von Titeln auf Termin- und Kassamärkten an einer Institution kennt. Das traditionell bedingte Termingeschäft in Aktien in der Form von Optionen widerspricht dieser Aussage schon deshalb nicht, da solche bedingten Geschäfte als Vorstufe oder als Ergänzung zu Kassageschäften sinnvoll erscheinen. Zu anderen Ergebnissen könnte man hinsichtlich der Optionen der CBOE kommen, in ihren calls läßt sich durchaus ein Ersatz für feste Termingeschäfte oder für Kreditkäufe von Effekten sehen. Zwar bedeutet selbst diese Interpretation nicht parallele Märkte im Sinne der obigen Aussage, da Optionen grundsätzlich an anderen Börsen gehandelt werden als die Aktien, auf die sie lauten.

In der Zukunft sind jedoch neue Entwicklungen zu erwarten. Darauf weisen schon die NASD-Pläne zum Optionshandel hin, in gewisser Weise auch bereits der Handel von warrants und den entsprechenden Aktien an denselben Börsen, den selbst die NYSE 1970 aufgenommen hat. Bis vor kurzem schienen die SEC und die Börsen zu befürchten, daß ein Terminhandel in jeder Form zu einer Teilung des Marktes einer Aktie führen könnte, ohne daß zwischen den Teilmärkten ein klarer Preiszusammenhang besteht. Eine solche Teilung wäre besonders deshalb bedenklich, weil die Optionen eine Reproduktion des Finanzierungsinstruments - je nach Sicht - Aktie oder warrant einer bestimmten Gesellschaft sind, im Gegensatz zu einer zusätzlichen Emission dieser Instrumente führen sie aber weder dieser Gesellschaft noch einer anderen notwendigerweise Finanzmittel zu. Eine Teilung der Märkte könnte nun zu Nachteilen für den Emittenten bei der Ausgabe "richtiger" Instrumente führen.

Empirische Untersuchungen haben aber bisher keine Effekte des CBOE-Handels auf die Umsätze in Aktien festgestellt, auf die sich die Optionen beziehen. (Entsprechende Effekte auf die Märkte von warrants sind bisher nicht untersucht worden.) Dadurch ist die Marktteilungsthese für CBOE-Optionen als nahe Substitute des festen Termingeschäftes und damit auch dieses Geschäft selbst geschwächt. Trotzdem zeichnet sich ein Fortschritt auf einen festen Aktienterminhandel hin gegenwärtig nicht ab.

Allerdings gibt es seit kurzem einen festen Terminhandel in Forderungstiteln zweier öffentlicher Emittenten. Im Herbst 1975 nahm der Board of Trade den festen Terminhandel in Titeln der Government National Mortgage Association auf, und Anfang 1976 begann am International Monetary Market der Chicago Mercantile Exchange ein fester Terminhandel in U.S. Treasury bills. Die Schlußeinheiten für diese Märkte sind für individuelle Anleger zu hoch ($ 1 Mio. bei Treasury bills), und schon daran zeigt sich, daß hier Märkte geschaffen wurden,

die primär der Sicherung von Positionen und der frühzeitigen Realisation von Plänen größerer Unternehmen dienen sollen. Es sind hauptsächlich große Banken und andere bedeutende Gesellschaften, die hier handeln. Wie bei anderen neuen Dienstleistungen mag sich auch hier erst nach Jahren ein Absatz an eine große Zahl von Interessenten einstellen. Immerhin lassen die ersten Erfolge dieses Handels erwarten, daß auch andere Forderungstitel einbezogen werden, so weit das, wie in den obigen Fällen, ohne Genehmigung der SEC möglich ist. Wegen der großen Bedeutung der Aktien für die Altersversorgung in den USA könnten feste Termingeschäfte in Aktien besonders für einige institutionelle Anleger interessant sein. Ohne einen klaren Nachweis der Vorzüge solcher Börsengeschäfte, für den die Erfahrung mit dem Terminhandel in Regierungstiteln sehr wichtig sein wird, dürfte die SEC sie aber nicht genehmigen.

III. AUSSERBÖRSLICHE SEGMENTE DES ZIRKULATIONSMARKTES IN DEN VEREINIGTEN STAATEN

Während der Anleger auf den börslichen Marktsegmenten provisionsorientierte Effektenhändler damit betrauen kann, seine Aufträge auszuführen, was in den meisten Fällen, auch ohne einen spannenorientierten Händler zu bemühen, möglich ist, schalten sich auf dem außerbörslichen Markt regelmäßig spannenorientierte Händler für den Auftraggeber ein. Hierfür gibt es mehrere Gründe. Erstens ist der außerbörsliche Handel im Gegensatz zum Börsenhandel nicht örtlich konzentriert. Da man nicht zusammenkommt, ist es auch nicht möglich, einer größeren Zahl von versierten Händlern Effekten sukzessiv zu niedrigeren Kursen anzubieten oder ein Kaufgebot sukzessiv höher auszurufen, bis ein anderer Händler zugreift. Dieses Auktionsverfahren, das die meisten Börsen der Welt in der einen oder anderen Form zum Prinzip marktmäßiger Beurteilung des Wertes von Effekten, zum Prinzip der Kursfestlegung, erhoben haben, ist für den außerbörslichen Handel nicht anwendbar. Die Effektenhändler der außerbörslichen Märkte der Vereinigten Staaten müssen sich daher auf ein anderes, ebenso überzeugendes Kursfeststellungsprinzip stützen, wenn sie Umsätze machen wollen. Ihre Antwort ist das Prinzip des market making. Auch dieses Prinzip haben viele Börsen so attraktiv gefunden, daß sie es als ausschließliches Kursfeststellungsprinzip oder wenigstens als Ergänzung des Auktionsprinzips in ihrer Handelstechnik berücksichtigt haben. In der Tat kann niemand überzeugender zum Ausdruck bringen, daß er einen Kurs für richtig hält, als durch seine Bereitschaft, den zugehörigen Titel in beliebiger Menge zu eben diesem Kurs zu kaufen oder zu verkaufen; weite Spannen und Mengenbeschränkungen sind Zeichen der Unsicherheit im Urteil. Sie lassen es daher aussichtsreich erscheinen, mit dem market maker zu verhandeln. Früher waren solche Verhandlungen oft nötig und man spricht daher auch vom negotiated market (im Gegensatz zum auction market), ein Ausdruck, der das heutige

Erscheinungsbild des OTC-Marktes nicht mehr trifft.

Ein zweiter Grund für die Spannenorientierung vieler Effektenhändler im außerbörslichen Handel liegt in der Vielfalt der hier gehandelten Effekten. In vielen Fällen wird ein einziger Anruf bei einem market maker genügen, um für einen Kunden eine international bekannte Aktie zu kaufen, bei anderen können lange und umfangreiche Nachforschungen nötig sein, um eine Transaktion zustande zu bringen, wenn es keinen market maker gibt. Aber nicht nur diese Vielfalt, sondern auch Variationen im Vorgehen bedingen Transaktionskosten in unterschiedlicher Höhe. So mag sich ein broker-dealer bereit erklären, einen limitierten Verkaufsauftrag hereinzunehmen, obwohl es auf dem OTC-Markt keine spezialisierten brokers gibt, und früher auch nicht geben konnte, denen er diesen Auftrag überlassen kann. Die Provision wird folglich in einigen Fällen sehr niedrig, in anderen sehr hoch ausfallen müssen. Daher gab es für den OTC-Markt auch nie ein Provisionsreglement wie an den Börsen. Ähnlich wie in anderen Ländern vermeidet man vielfach sogar durch Nettoabrechnungen den Ausweis von Provisionen. Nicht erst der market maker, sondern schon der broker-dealer, an den sich der Anleger wendet, tritt ihm als Händler für eigene Rechnung entgegen. Die NASD kontrolliert, ob Aufschläge, Abschläge oder Provisionen der Transaktion angemessen sind. Überschreiten sie 5% des Kurswertes, so zieht die NASD die Angemessenheit grundsätzlich in Zweifel.

Die bisherigen Ausführungen mögen den Eindruck erweckt haben, als seien an einer OTC-Transaktion stets drei Parteien beteiligt, der Kunde, ein retail dealer und ein market maker (oder wholesale dealer). Dieser Eindruck ist beabsichtigt. Er beschreibt die Grundkonstellation eines OTC-Zirkulationsmarktgeschäftes. Variationen dieser Grundkonstellation sind jedoch die Regel. Erstens wird der "retail dealer" bei normalen Transaktionen, z.B. über Nasdaq, im allgemeinen als broker auftreten und Provision berechnen. Zweitens können

durchaus mehr oder andere Parteien ins Spiel kommen. Es können drittens aber auch weniger sein. Reine market makers gibt es nämlich kaum noch, es existieren nur noch wenige Häuser, die mit einigen Dutzend traders in hunderten und in einigen Fällen in über tausend Titeln Märkte machen und daneben kein oder kein nennenswertes anderes Geschäft betreiben. Dagegen haben die full-line firms ihre trading departments sehr stark ausgebaut. Da diese Firmen nicht nur einen Großteil der Börsenaufträge, sondern auch die Masse der OTC-Aufträge hereinholen, schließen sehr viele Kunden direkt mit dem market maker ab. Weitere Variationen der Grundkonstellationen werden in den Abschnitten über den third market und den fourth market deutlich, die sich den Ausführungen der Nasdaq anschließen.

1. Außerbörsliche Märkte für Titel privater Emittenten

a) Nasdaq

Die Bedeutung der National Association of Securities Dealers Automated Quotations, allgemein Nasdaq genannt, erschließt sich jedem, der sich vorstellt, wie man den Kaufauftrag eines Kunden in einem Titel ausführen müßte, in dem es fünf oder zehn außerbörsliche market makers gibt: Man ruft sie der Reihe nach an und dann wieder den, der das niedrigste ask hatte. Freilich kann in der Zwischenzeit ein anderer market maker sein ask gesenkt haben, man ist also einerseits nie sicher, ob man das beste Gegengebot hat, auch wenn man noch zum niedrigsten erfragten Angebot abschließen kann, andererseits stünde man nach weiteren Telefonanrufen vor derselben Situation. Es ist offensichtlich, daß dieses Verfahren weder effektiv noch effizient ist. Schon der Report der Special Study aus dem Jahre 1963 enthielt daher die damals revolutionäre Anregung, die Spannen der market makers bei einem Zentralcomputer zu melden, bei dem alle oder wenigstens die besten bids und offers jederzeit erfragt werden könnten.

Die NASD griff diese Anregung 1964 auf, entwickelte bis 1967 mit Hilfe der Beratungsfirma Arthur D. Little einen Vorschlag und fand in Bunker Ramo den einzigen Hersteller, der sich an ein solches Informationssystem für die gesamten Vereinigten Staaten heranwagte. Bunker Ramo investierte $ 25 Mio. in das System. Es nahm seine Arbeit am 8. Februar 1971 auf und versorgte schon an diesem Tage über 700 Effektenhandelsbetriebe mit den Spannen von etwa 2.400 Aktien, die nicht an einer Börse zugelassen waren. Es gab schon damals 350.000 Anfragen pro Tag, heute sind es durchschnittlich mehr als doppelt so viel. Im April 1971 wurden nach langen und intensiven Auseinandersetzungen, die auch die Gerichte berührten, 36 börsennotierte Werte in Nasdaq einbezogen. Seit Mai 1972 ist es für die Zulassung eines Titels zum Nasdaq-Handel unerheblich, ob er börsennotiert ist oder nicht. Im Februar 1976 kaufte die NASD Nasdaq für rund $ 10 Mio. von Bunker Ramo. An etwa 30.000 Terminals können heute Nasdaq-daten abgefragt werden. Ende 1975 waren 2.598 Titel in Nasdaq einbezogen, in denen insgesamt 372 Firmen Märkte machen. Pro Titel gibt es durchschnittlich 6 market makers.

Nasdaq arbeitet auf drei Stufen (levels). Auf Stufe 3 geben market makers an ihren Terminals ihre Spannen ein. Am Sichtgerät können sie auch die Spannen anderer market makers und deren Reaktionen auf eigene Spannenänderungen verfolgen. Diese wettbewerbsverschärfende Transparenz war ein Effekt von Nasdaq, den wenige market makers begrüßten, und sie dürfte deshalb die Verwirklichung des Systems verzögert haben.

An Terminals der Stufe 2 können bids und offers nicht wie auf Stufe 3 geändert, sondern nur abgefragt werden. Es ist also die Stufe der brokers oder retail dealers. Hat ein retail trader z.B. einen Titel für einen Kunden zu kaufen, dann tastet er zunächst das Symbol des Titels ein, drückt dann die "Ask"-Taste, und vor ihm auf dem Bildschirm erscheinen die fünf niedrigsten Angebote mit den zugehörigen market makers,

das niedrigste zuoberst. (Gibt es mehr als fünf market makers, könnte der Händler über die Taste "more" auch ihre asks sehen.) Der trader wird dann im allgemeinen den market maker mit dem niedrigsten Angebot anrufen und abschließen. Die größeren market makers erleichtern und verbilligen ihm den Anruf, indem sie sich in einer Reihe von Städten über Filialen, über spezielle örtliche Telefonanschlüsse oder aber über für den Anrufer gebührenfreie Fernanschlüsse erreichen lassen. - Entsprechendes gilt für einen Verkaufsauftrag.

Der Nasdaq-Service der Stufe 1 ist für Berater und größere Anleger gedacht. Sie bedienen sich hierzu nicht besonderer Terminals, sondern der üblichen Informationsgeräte. Anders als auf Stufe 2 können sie nicht alle bids und asks in einem Wert erfragen, sondern nur die repräsentative Spanne, d.h. den Median (Zentralwert) der bids und den Median der asks. Da die Kundschaft häufig erst dann Aufträge erteilt, wenn ihr aktuelle Kursinformationen vorliegen, bedeutet die Stufe 1 für den Berater eine ähnliche zeitsparende Hilfe wie Stufe 2 für den retail trader.

Der Gesamteffekt von Nasdaq auf die Entlastung der market makers, retail traders und der Berater läßt sich ungefähr an den Aussagen von market makers abschätzen, daß Nasdaq die Zahl der zu beantwortenden Anrufe auf ein Fünftel oder gar auf ein Zehntel ihrer Zahl vor 1971 reduzierte, wenn man von einer vorgegebenen Zahl von Abschlüssen ausgeht. Hinzu kommen

1. die höhere Wahrscheinlichkeit, daß der Kunde Ausführung zum günstigstmöglichen Kurs erhält, was gleichzeitig das Ende der Arbitrage zwischen market makers bedeutet

2. die tendenziell geringeren Kosten sofortigen Abschlusses

3. erheblich bessere Aufsichtmöglichkeiten für die NASD

4. ein direkter Schutz besonders institutioneller Anleger vor Realisationsrisiken dadurch, daß sie Marktinformationen nun ohne Hilfe Dritter einholen können, die häufig schon durch die Anfrage die Absichten des Anlegers erkannten und mitliefen, und

5. eine größere Bereitschaft der Zeitungen, Spannen und Umsätze von OTC-Werten im Nasdaq-System zu veröffentlichen, und damit günstige Auswirkungen auf die Informationskosten der Anleger

Zwar decken die Zeitungen nicht alle Nasdaq-Werte ab, aber im Gegensatz zu früher können wenigstens Spezialpublikationen verläßliche Umsatz- und Spanneninformationen in allen Nasdaq-Werten bieten.

Obwohl das Nasdaq-System selbst noch keine automatisierten Abschlüsse zuläßt, wie z.B. Ariel(s.o., Abschnitt A III 1), wäre es falsch, in Nasdaq ein bloßes Gebotsanzeigesystem zu sehen. Bereits vor Nasdaq wurden am OTC-Markt Effekten ähnlich wie an einer Börse nach Usancen gehandelt, nämlich nach dem Uniform Practice Code und Rules of Fair Practice der NASD. Indem Nasdaq zusätzlich den umfassenden Überblick über die Marktlage und den Nachweis von sofort ansprechbaren Gegenparteien akzeptabler Bonität bietet - die market makers des Systems unterliegen besonderen Anforderungen -, bringt die Marktorganisation der NASD den Mitgliedern genau den Service in ihre Büros, den sie sich bisher höchstens durch den Gang zur Börse sichern konnten. Wenn daher von der Over-the-counter-Revolution gesprochen wird, so drückt das nicht nur Anerkennung für den Sprung nach vorn in der Verfahrenseffizienz auf diesem Markt aus, sondern vielmehr die Erkenntnis, daß hier eine neue Organisationsform entstanden ist, die funktionell dasselbe leistet wie eine Börse, die aber erstmals in der Geschichte gänzlich ohne örtliche Konzentration des Handels, ohne eine Versammlung der Händler auskommt.

Nasdaq zeigt aber auch über die genannten zentralen Kennzeichen einer Börse hinaus weitere Börsenmerkmale. Hierzu gehören zunächst einmal Zulassungsbedingungen für Wertpapiere; die NASD verlangt, daß ein Titel wenigstens folgende Anforderungen erfüllen kann: Zwei market makers handeln das Papier, 300 Anleger halten den Titel, 100.000 Stück sind in Streubesitz, der Emittent verfügt über ein Vermögen von $ 1 Mio. und über ein Eigenkapital von $ 500.000. Für ausländische Titel gelten besondere Bestimmungen. Soweit sie nicht gesetzlich dazu verpflichtet sind, müssen die Emittenten die Titel freiwillig bei der SEC registrieren (vgl. Abschnitt II 1 c oben). Seit Mitte 1974 erhebt die NASD einmalige und fortlaufende Zulassungsgebühren. Auch die market makers müssen zugelassen sein und dann z.B. besonderen Kapitalanforderungen entsprechen, sie müssen Umsätze melden und dürfen keine Spannen eingeben, die größer sind als ein bestimmtes Vielfaches (wenigstens 1 1/4, höchstens 2) der jeweiligen repräsentativen Spanne eines Titels. Selbst wenn man die Zahl der Firmen mit Terminals der Stufe 2 und 3 als Indikatoren für die Zahl der Mitgliedsfirmen nimmt, zeigt Nasdaq die Züge einer größeren Börse. Es gibt etwa 650 solcher Firmen, die zusammen über 1.100 Terminals der Stufen 2 und 3 einsetzen. Zu diesen Firmen zählen erwartungsgemäß die größten full-line houses, bemerkenswerte Mitglieder sind aber auch ausländische, insbesondere die größten japanischen Effektenhandelsfirmen, die größte Lebensversicherung der USA und andere institutionelle Anleger sowie die drei größten Banken der Vereinigten Staaten.

b) Third Market

Der third market ist der Markt für den außerbörslichen Handel in börsennotierten Aktien über market makers. Rund tausend Titel werden hier regelmäßig umgesetzt. Ein Drittel der Umsätze ist auf fünfzig Aktien konzentriert. Wie im vorigen Abschnitt erwähnt, werden einige börsennotierte Aktien seit 1971 auch über Nasdaq gehandelt, heute sind es knapp hundert Werte. Ein Teil des third market deckt sich also vom Verfahren her mit

Nasdaq, für den anderen Teil gilt die Handelstechnik in nicht zum Handel über Nasdaq zugelassenen Werten, auf die unter d) eingegangen wird. Im folgenden werden daher hauptsächlich die Gründe für die Existenz des third market herausgearbeitet und die Impulse, die von ihm ausgingen und Entwicklungen an den anderen Märkten beeinflußten.

Der third market wird von einigen wenigen Firmen getragen, die auch in verschiedenen anderen Sparten des Effektengeschäfts tätig sind, gemeinsam ist ihnen aber das market making in börsennotierten Werten. Diese market makers erreichen zusammen höhere Umsätze als jede der amerikanischen Börsen außer der NYSE. Sie waren ursprünglich keine Börsenmitglieder und hatten auch nichts mit Börsenmitgliedern zu tun. Sie wollten ja gerade Konkurrenzunternehmen der Börsen sein. In den sechziger Jahren hatten sie damit zunehmenden Erfolg. Die Umsätze am dritten Markt, gemessen als Umsatz der dort verkauften NYSE-Werte, machten Mitte der sechziger Jahre 3% des Umsatzes der NYSE zu Marktwerten aus, 1968 4% und ab 1970 etwa 8%, 1973 und 1974 7% und 1975 6%. Es fällt auf, daß der third market gerade in den Jahren stagnierte und dann an Boden verlor, in denen die Börsenfirmen zu mehr Provisionswettbewerb gezwungen wurden.

Die beiden wichtigsten Wurzeln dieses Erfolges waren zwei Freiheiten des market makers ohne Börsenmitgliedschaft. Er genoß die Freiheit, seine Provisionen oder Spannen in allen Titeln zu bestimmen, nicht nur in den nichtbörsennotierten Werten, und er war frei, Transaktionsleistungen nach dem Verfahren seiner Wahl zu erstellen. Ein Börsenmitglied dagegen mußte grundsätzlich bei jeder Transaktion in notierten Werten die Börse benutzen und deren Mindestprovisionen von jedem Nichtmitglied verlangen, auch wenn dies selbst ein broker war und die Aufträge hereingeholt hatte. Obwohl viele Nichtmitglieder über Arrangements mit Mitgliedern oder Regionalbörsen ihre Provisionsbelastung mindern konnten, blieb doch für andere allein von der Provision her der Abschluß mit einem

market maker am dritten Markt interessant. Erst 1972 setzte die SEC eine allgemeine Regelung durch, nach der solchen Nichtmitgliedern 40% der Anlegerprovision zustand. Da die außerbörslichen market makers Kurse zu bieten pflegen, die denen der NYSE entsprechen oder auf einer Marktseite besser sind, und außerdem Nettoabrechnung erteilen, erreicht ein Nichtmitglied, das mit einem market maker abschließt, ein Ergebnis wie ein Börsenmitglied in der crowd. Einige hundert Broker-dealer-Firmen dürften den dritten Markt hauptsächlich wegen dieses kostengünstigen Zugangs benutzen.

Diese Art Nachfrage richtete sich erwartungsgemäß auf die bekannteren Aktien der NYSE, auf die sich folglich die Market-maker-Positionen des dritten Marktes konzentrieren. Daß die kleineren broker-dealers häufig Odd-lot-Aufträge auszuführen haben ist beim Handel über market makers unerheblich; es wird ja in keinem Fall versucht, passende Aufträge zusammenzufügen. Kleinaufträge können daher genau wie alle anderen zum bid oder ask erledigt werden. Viele market makers gehen seit langem so vor, und manche verzichteten in börsennotierten Werten auf den odd-lot differential. Das neue Odd-lot-Verfahren von Merrill Lynch und anderen hat ein direktes Vorbild im third market.

Aber nicht nur kleinere Broker-dealer-Firmen sind seit langem an einem direkten Zugang zum Markt interessiert, den ihnen die Börsen wegen der Beschränkung der Zahl der Mitgliedschaften nicht geben. Auch Banken können hier Aufträge ausführen und ihren Kunden konkurrenzfähige Provisionen berechnen. Der dritte Markt eröffnete aber besonders institutionellen Anlegern die Möglichkeit zu kostengünstigen Transaktionen. Sein Wachstum spiegelt daher teils die Institutionalisierung wider, teils die Fähigkeit dieses Marktes, sich auf institutionelle Anleger einzustellen. Die führenden market makers des dritten Marktes haben die besonderen Bedürfnisse dieser Anleger früh erkannt: Sie haben eine sehr breite Kapitalbasis geschaffen, um vor dem Risiko großer Positionen nicht

zurückschrecken zu müssen, und dann Blocks mit institutionellen Anlegern schnell und auch sonst zu Konditionen gehandelt, die diese an einer Börse nicht erhielten. So haben die market makers Umsätze von der Börse abgezogen. Nach dem Vorbild der primary dealers in U.S. Government securities (siehe unten 2 a) war das block positioning und - wenn nötig - auch das block assembling am dritten Markt, allerdings nicht unter diesen Bezeichnungen, schon Anfang der sechziger Jahre übliche Praxis. Damals wurde den specialists der New Yorker Börsen die institutionelle Kundschaft verboten und damit der Grundstein für die weitere Aufsplitterung der Marketmaker-Funktion an den Börsen gelegt, während die market makers des dritten Marktes noch heute gleichermaßen odd lots, round lots und Blocks handeln. 1965 wurden am dritten Markt mehr Blocks von 10.000 Aktien und darüber umgesetzt als an der NYSE, die erst später den Vorsprung des dritten Marktes aufholen und ihn weit überflügeln konnte. Seit 1969 erleichtern sich die market makers des dritten Marktes den Abbau und Wiederaufbau ihrer Positionen aus dem block positioning über elektronische Informations- und Handelssysteme, auf die im nächsten Abschnitt einzugehen sein wird.

Das Prestige einiger market makers veranlaßte verschiedene Regionalbörsen, sich um ihre Mitgliedschaft zu bemühen. Unter den Vorschriften des Securities Reform Act werden auch die New Yorker Börsen gezwungen, ihre Mitglieder nicht mehr daran zu hindern, mit diesen market makers zu handeln. Sie werden so in die "ersten Märkte" integriert, denen sie nicht nur vom angebotenen Produkt her, sondern auch in so grundsätzlichen Fragen wie freiem Zugang zum Markt und Freiheit bei Provisionen voraus waren. Ihre Art, das Effektengeschäft betont wettbewerblich zu betreiben, hat die Börsenpolitik der Vereinigten Staaten nachhaltig beeinflußt.

c) Fourth Market

Gemeinhin wird der Handel zwischen institutionellen Anlegern als fourth market bezeichnet. Dieser Handel hat fast ausschließlich börsennotierte Werte zum Gegenstand. Die Gegenpartei wird weder an einer Börse ermittelt, noch tritt ein market maker temporär als Gegenpartei ein, vielmehr wird die Gegenpartei außerbörslich und möglichst direkt gesucht. Damit ist der vierte Markt als außerbörslicher Handel institutioneller Anleger in börsennotierten Werten ohne market makers abgegrenzt gegen die Börsen, gegen Nasdaq und gegen den third market. Andere Abgrenzungen sind möglich und können eine systematische Aufteilung des OTC-Marktes ergeben. Sie tendieren jedoch dazu, sich weniger an den markantesten besonderen Erscheinungen des OTC-Bereichs auszurichten als an einem theoretischen Netz von Trennungslinien, das diese Sonderformen durchschneidet wie das Gitter einer Landkarte Städte und Gebirge.

Wenn ein institutioneller Anleger Effekten kauft oder verkauft, findet sich auf der Gegenseite direkt oder indirekt sehr oft ein anderer institutioneller Anleger. Es liegt daher nichts näher als zu versuchen, ohne Hilfe Dritter untereinander ins Geschäft zu kommen, um einmal Gebühren einzusparen, aber auch um die Gefahr des Mitlaufens und der Gegendisposition durch alle die auszuschalten, die von einer geplanten Blocktransaktion hören, indem man mit ihr auf einem Markt bleibt, zu dem möglichst nur institutionelle Anleger Zugang haben. Direkte Kontakte zu diesem Zweck sind ein möglicher, aber selten erfolgreicher Weg, um am vierten Markt zu Abschlüssen zu kommen. Die in einer bestimmten Periode angestrebten institutionellen Käufe und Verkäufe in einem Titel werden sich selbstverständlich höchstens zufällig decken, so daß dem vierten Markt ohnehin nur eine komplementäre Rolle zufallen kann, aber einfache direkte Kontakte, z.B. über das Telefon, sind selbst für diese beschränkte Rolle ungenügend oder zu aufwendig. Bessere Formen der Kommunikation waren denkbar und wurden genutzt.

So boten 1969 zwei automatisierte Systeme ihre Dienste für institutionelle Anleger erstmals an, AutEx und Instinet. Sie bestehen noch heute. AutEx weist den institutionellen Anlegern eine passive Rolle zu, da Börsenmitglieder und Firmen des dritten Marktes Art und Umfang der gewünschten Transaktionen diesen Anlegern bekannt machen und auch die Geschäfte an einer Börse oder außerbörslich abschließen, falls ein Anleger das elektronisch gesendete und über Sichtgeräte wahrnehmbare Gebot ganz oder teilweise annimmt.

Während AutEx ähnlich wie das eingestellte Block Automation System (BAS) der NYSE und wie sein jüngster Konkurrent Comstock, das denselben Service wie AutEx zu niedrigeren Gebühren anbietet, eher eine technisierte Form des block assembling bedeutet als einen interinstitutionellen Markt, ist Instinet (Institutional Network) gerade das und wird daher meist dem vierten Markt zugerechnet. Instinet erlaubt institutionellen Anlegern in allen Teilen der Vereinigten Staaten Gebote vollkommen anonym über ihren Terminal mit Sichtgerät in das System einzugeben. Gebote werden entweder offen gesendet und damit grundsätzlich auf allen eingeschalteten Bildschirmen sichtbar, oder sie werden still im System registriert, also nur in das Auftragsbuch des Systems für den betreffenden Wert aufgenommen, und sie sind damit allein für denjenigen zu sehen, der sich für diesen Wert interessiert und daher das Orderbuch, eine geordnete Aufstellung von Kauf- und Verkaufsgeboten, auf seinem Sichtgerät erscheinen läßt. Statt eines Gebotes kann man auch bloßes Interesse an einem bestimmten Titel senden. Im Gegensatz zu AutEx können Abschlüsse direkt über die Terminals von Instinet ausgehandelt werden. Die Erfüllung der Geschäfte läuft über die Institutional Networks Corporation in New York, die Instinet betreibt. Auf weitere Einzelheiten dieses Systems braucht hier nicht eingegangen zu werden, da sein britisches Gegenstück Ariel oben ausführlich beschrieben wurde.

Instinet hatte im Frühjar 1976 64 Mitglieder, darunter die größten amerikanischen Banken, Versicherer und Pensionsfonds. Allerdings handeln die institutionellen Anleger nicht nur unter sich, da auch die größten Firmen des dritten Marktes Zugang zum System haben und zu den aktiveren Teilnehmern gehören. Soweit Transaktionen mit diesen Firmen vorkommen, dürften sie primär der Anpassung der Positionen dieser Firmen aus ihrem market making dienen. Instinet verlangt ähnlich wie Ariel für seine Dienste eine periodische Gebühr, gewährt aber darauf Gutschriften für die Eingabe von Geboten und auch für Abschlüsse in Höhe von 30% der Provisionen, die auf die Gesamtabschlüsse eines Tages berechnet werden.

Mit Gebührensystemen dieser Art arbeitet auch die kleine Gruppe sogenannter fourth-market houses, die den institutionellen Anlegern das Auffinden eines passenden Gegengebotes auf folgende Weise erleichtern: Sie lassen sich das Interesse eines institutionellen Kunden in bestimmten Titeln aufgeben, suchen aber im Gegensatz zum block assembler oder auch zu einem Benutzer von Instinet nicht nach einer Gegenpartei, sondern warten einfach, bis entgegengesetztes Interesse bekundet wird. So erhält allein das spezialisierte fourth-market house Kenntnis von dem Handelsinteresse eines Anlegers. Ein Unterhändler der Fourth-market-Firma bringt den Abschluß zustande, indem er beide Parteien, die sich unbekannt bleiben, anruft und Kurs und Menge aushandelt. Auch die Erfüllung arrangiert die Firma. Dieses Handelsverfahren weist erhebliche Vorteile auf: Großmengenzuschläge und -abschläge lassen sich vollkommen vermeiden, Realisationsrisiken sind praktisch ausgeschlossen und die Provisionen der fourth-market houses liegen unter denen der Börsenfirmen, auch nach deren Freigabe.

d) Andere Märkte

Im folgenden wird kurz auf den außerbörslichen Handel in Titeln privater Emittenten eingegangen, die weder an einer Börse notiert sind, noch mit Hilfe von Nasdaq gehandelt werden. Die Zahl der Titel auf diesem Markt ist nur überschlägig abzuschätzen. Um Zahlen zu nennen, mag man sagen, es werden etwa

30.000 Aktien und 10.000 Anleihen wenigstens einmal jährlich quotiert oder gehandelt. In einigen Tausend dieser Werte gibt es wenigstens einen market maker, so daß er in der traditionellen Art des OTC-Handels in die Transaktionen eingeschaltet wird. Auch den Namen des market makers findet man auf dem traditionellen Weg heraus. Das National Quotation Bureau in New York veröffentlicht täglich stock quotation sheets, wegen der Farbe ihres Papiers meist pink sheets genannt, und bond quotations sheets. Sie geben meist den Titel, den Namen des oder der market maker an, ihre Telefonnummern und ihre Spanne vom Vortag. Diese sheets sind die Bibel der OTC-Händler. Sie führen täglich auf einigen hundert Seiten rund 15.000 Werte auf (inklusive Nasdaq-Werte). Ein Viertel davon sind Anleihen. Noch umfangreicher sind die entsprechenden kumulativen Veröffentlichungen, die jeden Monat in Buchform herauskommen. Praktisch alle OTC-Retail-Firmen halten sich die sheets und können so einem Anleger weiterhelfen, der sich für einen Wert dieses Segmentes interessiert.

Gibt es in einem Wert keinen market maker, so kann sich dieser Wert trotzdem in den sheets finden, da dort auch Kauf- oder Verkaufsgebote oder bloße Interessenbekundungen veröffentlicht werden. Findet sich dort nichts, könnte ein broker-dealer selbst über das National Quotations Bureau in den sheets inserieren. Er muß allerdings nicht nur die relativ hohen periodischen Gebühren eines Inserenten zahlen, sondern auch - ebenso wie der fragliche Wert - vom Bureau akzeptiert sein. Es gibt also eine Art Zulassung zu den sheets. Die SEC stellt gewisse Anforderungen an jeden, der selbst Gebote oder Spannen verbreitet oder der einen quotation service für Titel privater Emittenten benutzen will. Um Geschäfte in Nonvaleurs zu unterbinden, wird vor allem verlangt, daß ausreichende Informationen über das Wertpapier und seinen Emittenten vorliegen, sei es bei der SEC, sei es bei dem broker-dealer selbst, der den Wert in einem quotation service aufführen läßt. Neben den sheets gibt es noch einige andere periodische Listen dieser Art, z.B. die wöchentlichen Listen des Securities Quotation Service oder die täglichen Nasdaq sheets von Fitch.

Auch über diesen Handel mit Hilfe von sheets hinaus finden Transaktionen im OTC-Markt statt. Diese Transaktionen pflegen aber vom Umfang her sehr begrenzt zu sein und sich auf einen broker oder market maker zu konzentrieren, der Titel örtlicher Gesellschaften für lokale Anleger handelt. Schließlich kommt es durchaus vor, daß Geschäftsleute, die einem bestimmten Emittenten nahestehen, Interessenten in dessen Titeln zusammenbringen.

2. Märkte für Titel öffentlicher Emittenten

a) Der Markt für U.S. Government und Federal Agencies Securities

Wie sich schon aus dem Buttonwood Tree Agreement von 1792 entnehmen läßt, war die NYSE ursprünglich primär ein Markt für Anleihen der neuen Bundesregierung. Der Anteil des außerbörslichen Handels dieser Werte schwankte von Zeit zu Zeit, aber die Banken spielten in ihm seit langem eine hervorragende Rolle, zumal früher bestimmte Bundesanleihen als Deckung für Banknoten der (privaten) national banks dienten. 1925 waren die außerbörslichen Umsätze so viel größer als die Börsenumsätze, daß die öffentlichen Stellen die Unterstützung des börslichen Marktes aufgaben. Die Federal Reserve Bank of New York, heute ausführendes Organ amerikanischer Offenmarktpolitik und schon damals für Transaktionen in Staatstiteln zuständig, zog sich in jenem Jahr von der NYSE zurück. Heute liegen die Börsenumsätze in diesen Werten deutlich unter 1% der außerbörslichen Umsätze.

Ende 1974 waren U.S. Government securities im Nominalwert von $ 283 Mrd. in Umlauf, die für den Handel auf dem Zirkulationsmarkt geeignet waren; davon entfielen $ 120 Mrd. auf treasury bills. 36% des Umlaufs wurden vom Federal Reserve System und von Regierungsstellen gehalten, 16% von Kreditinstituten, 13% von Ausländern und 3% von Ländern

und Gemeinden sowie 3% von Versicherungen und anderen Kapitalgesellschaften. Der Umlauf an agency securities belief sich Ende 1974 auf rund $ 90 Mrd. Die Umsätze auf dem Zirkulationsmarkt für U.S. Government und Federal Agencies securities betrugen 1974 etwa $ 600 Mrd. auf einer mit den Börsenumsätzen von $ 125 Mrd. formal vergleichbaren Basis (Verkäufe der primary dealers).

Im Zentrum des Handels steht heute die Federal Reserve Bank von New York (FRBNY) als Agent in- und ausländischer Regierungsstellen und Notenbanken. Die FRBNY handelt ausschließlich mit den sogenannten primary dealers. Wenn ein dealer ein sehr beachtliches Umsatzvolumen erreicht hat, wird es für die FRBNY interessant, ihn bei ihren Transaktionen zu berücksichtigen. Sie nimmt ihn dann in die Liste der primary oder reporting dealers auf und läßt eine direkte Telefonverbindung zu ihm legen. Im trading room der FRBNY laufen so alle Informationen über aktuelle Spannen zusammen. Die Zahl dieser dealers hat in den letzten Jahren sehr zugenommen. Traditionell gab es knapp 20 dealers, Mitte 1974 waren es noch 24, Mitte 1976 schon 31 Firmen. Die Bondhandelsabteilungen großer Banken und die mehr oder weniger universellen Brokerfirmen dominieren heute die Liste mit 13 bzw. 10 Eintragungen, während die früher führenden spezialisierten Bondhäuser nun deutlich in der Minderheit sind.

Diese primary dealers sind market makers in großem Stile, von denen jeder täglich Titel im Werte von rund $ 100 Mio. umsetzt. Die Schlußeinheit unter dealers ist eine halbe Million Dollar. Typisch für diesen Markt sind die nahezu ununterbrochenen Kontakte mit der FRBNY und großen Kunden. Gegen Mittag pflegt die FRBNY innerhalb weniger Minuten alle dealers um Kauf- oder Verkaufsgebote zu bitten (go-around). Während diese Gebote gesammelt und verglichen werden, ruht der Handel oft für kurze Zeit, bis die dealers wissen, ob ihre Gebote angenommen wurden oder nicht. Anders ist es bei großen Transaktionen mit Anlegern. Hier fällt

die Entscheidung sofort. Die dealers sind gewöhnlich bereit, Gebote über Millionenbeträge zu machen. Anders ausgedrückt, "block positioning" ist die Regel; ein "block assembling" kommt höchsten bei extrem großen Aufträgen vor.

Neben den primary dealers gibt es eine Reihe weniger bedeutender market makers. Auch eine größere Zahl von Banken handelt mit ihrer Kundschaft für eigene Rechnung. Andere Banken und Brokerfirmen sind bereit, Aufträge für Anleger auszuführen. Ihre Provisionen, seit langem wettbewerbsbestimmt, waren für kleine Transaktionen allerdings meist so hoch, daß sie Aufträge über einige tausend oder zehntausend Dollar abschreckten. Das oben unter II 1 b) beschriebene Verfahren der Amex hat dieses Problem beseitigt. Die Federal Reserve unterhält für diesen Markt ein stückeloses Verwahrungs- und Erfüllungssystem.

b) Der Markt für Municipal Securities

Die Anleihen der 50 Staaten und von Zehntausenden ihrer Gemeinden sowie deren Verbänden und Anstalten (municipal securities) heben sich dadurch deutlich von allen anderen Wertpapieren ab, daß ihre Zinsen nicht den Einkommen- und Körperschaftssteuern des Bundes unterliegen. Diese Titel werden daher fast ausschließlich von individuellen Anlegern, von Banken und von Versicherungsgesellschaften gehalten, die diesen Steuern voll unterliegen. Der Umlauf solcher Titel hat beachtlich zugenommen, von $ 92 Mrd. Ende 1964 über $ 145 Mrd. 1970 auf $ 224 Mrd. 1975. Wegen der im allgemeinen nur lokalen Bedeutung dieser Werte ist der Zirkulationsmarkt ähnlich strukturiert wie der für Titel kleinerer privater Emittenten. Allerdings sind hier nicht nur die meisten broker-dealers jeder Größe tätig, sondern auch fast alle Banken und 240 Spezialfirmen. Den Handel erleichtert die blue list, die hier den pink sheets entspricht. Nur in den größeren Werten gibt es market makers. Kleinere Werte haben oft sehr enge Märkte, manchmal beläuft sich das Emissions-

volumen, besonders auch wegen der Aufteilung auf mehrere Serien, nur auf einige Millionen oder gar nur auf einige hunderttausend Dollar, so daß diese Titel kaum einen Zirkulationsmarkt haben und nur zu sehr hohen Transaktionskosten umgesetzt werden können. Deshalb wird in jüngster Zeit mit gemeinschaftlichen Emissionen experimentiert, die in anderen Ländern seit langem gang und gäbe sind.

Schon weil der Schuldendienst teils aus allgemeinen Steuereinnahmen (general obligation bonds), teils aus besonderen Abgaben (special assessment bonds) und teils aus den Einnahmen des finanzierten Projekts (revenue bonds) wie Brücken, Straßen, Häfen oder Wohnungen geleistet wird, ergeben sich bei den municipals gravierende Unterschiede, die wegen der unübersehbaren Zahl von Titeln und Emittenten von Anlegern nur sehr schwer geschätzt werden können und damit zu betrügerischen Angeboten unter Hinweis auf den öffentlich-rechtlichen Status des Emittenten geradezu einladen. Hinzu kommen finanzielle Schwierigkeiten selbst der Gemeinden, die dazu mitunter noch irreführende Angaben über ihre Verhältnisse machen. Bei der unbefriedigenden Organisation aller Bereiche des Zirkulationsmarktes für municipals ist es nicht erstaunlich, daß deren Steuerfreiheit keine angemessene Renditedifferenz zu voll zu versteuernden Anleihen mehr zur Folge hat. Wie bereits im Abschnitt I ausgeführt, wird erst in jüngster Zeit versucht, für diesen großen Markt geeignete Vorschriften zu entwickeln.

IV. DAS NATIONAL MARKET SYSTEM

1. Entwicklungslinien

Über mehr als drei Jahrzehnte waren stets 90% oder mehr aller Umsätze in börsennotierten Wertpapieren (zu Marktwerten) auf die New Yorker Börsen konzentriert gewesen. Diese Börsen hatten sich durch ihre Bedingungen über die Zulassung von Wertpapieren und durch eine klare Rangfolge im Prestige komplementäre Arbeitsbereiche zugewiesen. Das bedeutete zugleich eine im wesentlichen identische Mitgliedschaft. Wettbewerb zwischen den New Yorker Börsen fand praktisch nicht statt. Die SEC hatte sich zwar bemüht, die Regionalbörsen als aktuelle und mehr noch als potentielle Konkurrenten zu erhalten, aber besonders deren bedeutendere Mitglieder besaßen gewöhnlich die Mitgliedschaft New Yorker Börsen. Im Grunde genommen war daher das Konzept eines Zentralbörsensystems mit Abteilungen zur regionalen Kompensation besonders kleinerer Aufträge realisiert mit einem in vielen Punkten vorbildlichen Anlegerschutz dank intensiver Aufsichtstätigkeit.

Ab Mitte der sechziger Jahre kam dieses System zunehmend unter Druck. Der Umfang der Transaktionen institutioneller Anleger wuchs rasch, und diese Investoren waren immer weniger bereit, Preis und Qualität der angebotenen Finanzdienstleistungen ohne weiteres zu akzeptieren. Besonders beim Preis ließ das Provisionskartell kein direktes Entgegenkommen zu; Nebenleistungswettbewerb, Zahlungen an Dritte und immer neue Vorschriften dagegen entwickelten sich in einer Form, die Kritik herausforderte. Da Regionalbörsen und vor allem der dritte Markt sich den Vorstellungen der institutionellen Anleger gegenüber aufgeschlossener zeigten, konnten sie ihren Umsatzanteil eindrucksvoll erhöhen. Von Anfang 1967 bis 1971 verzeichnete der dritte Markt von Quartal zu Quartal, von drei Ausnahmen abgesehen, nur Zuwächse relativ zu den Umsätzen der NYSE. Der Anteil der New Yorker Börsen am Gesamtumsatz ging auf etwas mehr als 80% zurück.

Außerdem hatte die NYSE Mitte der sechziger Jahre ihren Mitgliedern zur Planung ihrer Kapazitäten Projektionen über die Umsatzentwicklung in den nächsten Jahren gegeben, die sich sehr bald als viel zu niedrig erwiesen. Die Börsengeschäfte konnten ab 1967 vielfach nicht mehr termingemäß erfüllt werden, zumal es äußerst schwierig war, für das althergebrachte und arbeitsintensive Erfüllungsverfahren genug qualifizierte Mitarbeiter zu bekommen. Diese Schwierigkeiten nahmen noch zu, als immer mehr Kunden vorsichtshalber die Lieferung effektiver Stücke verlangten. Viele Brokerfirmen verloren die Übersicht und mußten schließen oder fusionieren. Schwächen der Aufsicht der NYSE und der SEC im Bereich der Solvenzsicherung wurden sehr deutlich. Die SEC genehmigte schließlich Anhebungen der Provisionen, um den Firmen ihre höheren Personalkosten, die zum Teil eine Folge verschärften Nebenleistungswettbewerbs waren, und Millionenverluste wegen unauffindbarer Wertpapiere tragen zu helfen, und der Congress schuf 1970 widerwillig mit der Securities Investors Protection Corporation eine Versicherung der Brokerkundschaft. Es stellte sich spätestens zu diesem Zeitpunkt die Frage, ob nicht ein weniger auf die New Yorker Börsen abgestelltes und mehr durch Wettbewerb als durch Aufsicht gelenktes Marktsystem früher seine Kapazitäten erweitert und modernisiert hätte.

Nasdaq bot im Februar 1971 eine Antwort auf diese Frage an. Im außerbörslichen Bereich, wo nicht wie an den Börsen Kostensteigerungen einfach durch hoheitlich sanktionierte Provisionserhöhungen neutralisiert werden konnten, hatte man mit AutEx und Instinet zunächst in kleinerem Rahmen und nun mit Nasdaq auf breiter Front den technischen Fortschritt in Rationalisierungs- und Kapazitätseffekte umgesetzt. Es ist sicherlich kein Zufall, daß die SEC im April 1971 die stufenweise Freigabe der Provisionen einleiten konnte, die 1976 abgeschlossen wurde. Nasdaq bot darüber hinaus eine Lösung für das Problem an, wie trotz zersplitterter Märkte einem Anleger und dem ihn vertretenden Effektenhändler schnell

und kostengünstig der Weg zu dem besten Markt für die Ausführung des Auftrages gewiesen werden konnte. Dieses Problem war im OTC-Markt seit langem deutlich, es stellte sich wegen der zunehmenden Bedeutung der Regionalbörsen und des dritten Marktes nun auch für börsennotierte Werte.

Die SEC hatte bereits im März 1971 Position bezogen und dargestellt, welche Konsequenzen die neuen Möglichkeiten für die Börsenpolitik haben würden. Ihre Ausführungen in dem Brief an den Präsidenten des Senats und den Sprecher des Repräsentantenhauses, mit dem sie den Bericht der Institutional Investors Study übermittelte, lassen folgende Ziele deutlich werden:

1. Für Effekten mit nationaler Verbreitung soll ein "zentrales" Marktsystem ohne örtliche Konzentration des Handels geschaffen werden; die bisherige Form der Konkurrenz zwischen Teilmärkten für diese Werte entspricht nicht mehr dem Stand der technischen Entwicklung

2. Wettbewerb soll mehr als bisher die Maßnahmen der Aufsichtsstellen ergänzen. Aufsicht soll primär ein Unterlassen funktionswidriger Aktivitäten bewirken, Wettbewerb dagegen ein funktionsgerechtes Verhalten wie Risikobereitschaft und Innovation fördern. Bisherige Wettbewerbsbeschränkungen dürfen die Entwicklung des zentralen Marktsystems nicht in die falsche Richtung lenken und müssen daher beseitigt werden. Folgende Unterziele konkretisieren diese Wettbewerbspolitik:
   a) Die Provisionen sollen von jeder Effektenhandelsfirma frei bestimmt werden
   b) Alle qualifizierten Effektenhändler erhalten Zugang zum zentralen Marktsystem, insbesondere müssen alle qualifizierten spannenorientierten Effektenfirmen am Handel des Systems teilnehmen können, sei es als market maker, sei es als block positioner

c) Alle Anleger sollen Zugang zu diesem System haben; individuelle Anleger, die Kaufaufträge (oder Verkaufsaufträge) am Markt haben, wenn ein Blockgeschäft abgeschlossen wird, müssen stets in den Genuß von Großmengenabschlägen (bzw. -zuschlägen) als Folge von Verkäufen (bzw. Käufen) von institutionellen Anlegern kommen
d) Die Agenten der Anleger müssen direkt miteinander abschließen können, es muß also möglich sein, spannenorientierte Händler zu umgehen
e) Die Öffentlichkeit soll prompt über alle Effektengeschäfte informiert werden

3. Staatliche Stellen sollen nur Ziele setzen, beobachten und Fehlentwicklungen unterbinden. Die Marktteilnehmer sollen selbst das zentrale Marktsystem verwirklichen.

Diese Ziele haben die jahrelange Diskussion um die zukünftige Struktur der Effektenmärkte überdauert. Eine heftige Diskussion entzündete sich, nachdem William McChesney Martin, der frühere Präsident der NYSE und langjährige Vorsitzende des Federal Reserve Board, der NYSE im August 1971 ein Gutachten vorgelegt hatte, dessen Vorschläge sich weitgehend mit den Zielen der SEC vereinbaren ließen, wie z.B. seine Empfehlung eines "consolidated exchange" ticker tape. Martin hielt aber am Konzept des specialist fest und wollte Transaktionen des dritten Marktes in die NYSE integriert sehen. Er forderte darüber hinaus eine weitgehende Vereinheitlichung aller Handelsvorschriften der Börsen und warnte vor den ungünstigen Wettbewerbseffekten, die eine Konzentration des Effektengeschäftes auf wenige Firmen infolge der Freigabe der Provisionen mit sich bringen könnte.

Im Februar 1972 konkretisierte die SEC ihre Vorstellungen zum zentralen Marktsystem. Es soll sich auf börsennotierte Werte beschränken und durch eine Zentralisierung der Markt-

information erreicht werden: zum einen durch ein Informationssystem ähnlich wie Nasdaq zur Information über alle Gebote (composite quotations system), um den Anlegern den Weg zum jeweils günstigsten Markt zu weisen, zum anderen durch ein gemeinsames System der Berichterstattung über Kurs und Umsatz eines jeden Abschlusses (consolidated tape). Die SEC setzte beratende Ausschüsse ein, deren Mitglieder aus der Praxis kamen und die Einzelfragen über die Marktinformationssysteme, über notwendige Änderungen von Handelsvorschriften und über Blockgeschäfte klären sollten. Die beiden zuständigen Unterausschüsse des Senats und des Repräsentantenhauses nahmen gleichzeitig umfangreiche Befragungen und Untersuchungen vor, die zu Vorlagen für das Securities Reform Act führten.

Die SEC präzisierte nach Abschluß dieser Untersuchungen ihre Vorstellungen ein weiteres Mal, besonders hinsichtlich ihres Ziels, die Anleger über ihre (provisionsorientierten) Agenten möglichst oft direkt miteinander abschließen zu lassen. Diesem Ziel liegt der Gedanke zugrunde, daß der sofortige Abschluß als typischer Service eines spannenorientierten Händlers nur dann zum Zuge kommen sollte, wenn ihn der Anleger wünscht (d.h. er gibt eine Order ohne Limit oder ohne wirksames Limit) und wenn dieser Service nicht durch einen anderen Anleger geboten werden kann, der gerade einen passenden unlimitierten oder einen limitierten Auftrag erteilt hat. Ähnlich wie schon an einzelnen Börsen sollten diese Aufträge bei gleichhohem Gebot im ganzen Land Vorrang vor allen Aufträgen für die Rechnung von Effektenhandelsfirmen haben.

Um zu gewährleisten, daß limitierte Kundenaufträge diesen Vorrang im Gesamtsystem stets erhalten,schlug die SEC ein zentrales elektronisches Orderbuch für limitierte Aufträge von Anlegern vor (consolidated oder central limit order book, CLOB). Damit kann u.a. auch zuverlässig festgestellt werden, welche Aufträge auf der Gegenseite von Blockgeschäften

zu berücksichtigen sind. Es schützt den Anleger vor Nichtbedienung bei Abschlüssen zu Kursen in Höhe seines Limits oder zu noch günstigeren Kursen, z.B. eben bei Kursausschlägen als Folge eines Blockgeschäftes. Der Vorrang der Aufträge von Anlegern, ihr Schutz vor Nichtbedienung und die Sicherung bestmöglicher Abschlüsse für den individuellen Anleger, die beim traditionellen Handel eines Papiers auf Parallelmärkten unerreichbar ist, wurden besonders von den parlamentarischen Unterausschüssen mit großem Nachdruck gefordert.

Eine weitere Entwicklung brachte der Bericht eines wiederum aus Praktikern zusammengesetzten und im Mai 1974 berufenen Ausschusses, der die SEC über die Realisierung des zentralen Marktsystems beraten sollte. In seinem Bericht im Sommer 1975 befürwortete er u.a. nach dem Vorrang der Anleger noch einen Vorrang für Gebote von specialists und market makers vor denen anderer Effektenhändler, ferner ein Fortbestehen des Verbots direkter institutioneller Kundschaft für den specialist nicht aber für market makers und schließlich den Schutz vor Nichtbedienung nur für Aufträge, die dem specialist zugeleitet werden. Seine brisantesten Forderungen verlangten die Fusion aller Börsen und die alleinige Zuständigkeit einer einzigen zentralen self-regulatory organization für das Marktsystem, in deren obersten Entscheidungsgremium die Vertreter des Effektenhandels in der Minderheit sein sollten.

Die Auseinandersetzungen um das Central Market System gingen damit in ihr fünftes Jahr, und viele Broker-dealer-Firmen hatten durch ihre Repräsentanten die Gelegenheit erhalten, sich mit dem neuen Konzept in Hearings oder in Ausschüssen vertraut zu machen, auseinanderzusetzen und Vorschläge einzubringen, die nicht selten frühere Empfehlungen infrage stellten. Noch bevor die neue Börsenpolitik der SEC die ersten deutlichen Erfolge zeitigte, wurde das Marktsystem durch das Securities Reform Act umbenannt und ein neues Beratungsgremium gesetzlich verankert.

Das Securities Reform Act von 1975 enthält einen programmatischen Paragraphen über ein "National Market System", in dem es die Ziele der SEC aus dem Jahre 1971 noch einmal fixiert, mit Ausnahme des Zugangs aller qualifizierten Effektenhändler zum Marktsystem. Hier hat die SEC aber das Recht erhalten, von den Börsen zu verlangen, die Zahl ihrer Mitglieder zu erhöhen. Der Gesetzgeber hat die SEC zu Verordnungen in praktisch allen Bereichen ermächtigt, die für das Marktsystem relevant sein könnten. Das Gesetz schuf den National Market Advisory Board (NMAB), der aus Repräsentanten des Wertpapierhandels, der Anleger und der Wissenschaft zusammengesetzt ist. Bis Ende 1976 muß er dem Kongreß einen Bericht darüber vorlegen, wie das Nationale Marktsystem verwirklicht werden kann, ob eine neue zentrale self-regulatory organization, der National Market Regulatory Board, gebraucht wird, wie dessen Organisation aussehen soll und welche weiteren Schritte des Gesetzgebers erforderlich sind. Außerdem soll der NMAB die SEC beraten. Der NMAB hat zunächst andere, besonders die self-regulatory organizations um Vorschläge gebeten und öffentliche Beratungen in verschiedenen Städten abgehalten.

Trotz immer neuer Beratungen sind einige Ziele der SEC bereits erreicht, oder man ist ihnen wenigstens deutlich näher gekommen:

- Die NYSE hat bereits 1972, wie oben beschrieben, einen gewissen Schutz vor Nichtbedienung auch bei Blockgeschäften eingeführt
- Die Provisionen sind nicht mehr fixiert
- Es gibt an der NYSE konkurrierende specialists und
- Wettbewerb zwischen specialists der NYSE und der Amex
- Es sind einheitliche Solvenzsicherungsvorschriften sowie
- eine für alle Märkte einheitliche, inzwischen allerdings teilweise wieder zurückgenommene Vorschrift über die Zulässigkeit von Leerverkäufen erlassen worden
- Das consolidated tape, ein gemeinsames Kurs- und Umsatzanzeigesystem aller Märkte ist seit Juni 1975 Wirklichkeit. Mit dem tape wurde der erste erfolgreiche Konsolidierungsschritt getan

- Außerdem ist die Entscheidung gefallen, Unterschiede im Handelsverfahren fortbestehen zu lassen, soweit sie nicht die Ziele des National Market System gefährden; der Wettbewerb soll entscheiden, welche Formen Bestand haben

2. Bisherige Konsolidierungsschritte

Bereits im März 1972 hat die SEC Vorschläge für zwei Verordnungen zur Diskussion gestellt, die als Grundlage für einen gemeinsamen Ticker und für ein gemeinsames Gebotsanzeigesystem aller Märkte für börsennotierte Wertpapiere dienen sollten, für das consolidated tape und für das composite quotation system. Während die Verordnung für das consolidated tape noch im selben Jahr erlassen wurde, ist die für das composite quotation system bisher trotz wiederholter Änderungen über das Vorschlagsstadium nicht hinausgekommen. Dennoch sind in beiden Bereichen deutliche Fortschritte zu verzeichnen.

a) Das Consolidated Tape

Auf der Grundlage der Verordnungen über das consolidated tape legten die fünf größten Börsen und die NASD als Repräsentant des dritten Marktes der SEC einen Vorschlag vor, wie sie die Angaben über Kurse und Umsätze einzelner Transaktionen fortlaufend sammeln und verbreiten wollten. Die SEC akzeptierte den Vorschlag im Mai 1974. Er ist im Jahre 1975 mit gewissen Verzögerungen und in mehreren Etappen verwirklicht worden.

Die zehn beteiligten Märkte, acht Börsen (NYSE, Amex, MSE, PSE, PBW, BSE, DSE, CSE), die market makers des dritten Marktes und Instinet übermitteln die Kurse und Umsätze aller Transaktionen fortlaufend an die Securities Industry Automation Corporation (SIAC), eine Tochter von NYSE und Amex. Sie betreibt das consolidated tape für die Consolidated Tape Association, deren Mitglieder die NASD und die fünf größten Börsen sind. Diese Informationen werden dann über die ehemaligen

ticker tapes der NYSE und der Amex verbreitet. Auf Tape A erscheinen alle Transaktionen in Werten der NYSE, gleichgültig wo sie gehandelt werden, Tape B berichtet die Transaktionen in solchen Werten, die nur an anderen Börsen zum Handel zugelassen sind.

Außerdem werden diese Informationen gespeichert und die letzten Kurse und Umsätze eines jeden Titels können über Sichtgeräte von Händlern oder Anlegern abgefragt werden, wenn sie pro Monat $ 1.000 für diesen Service zu zahlen bereit sind, um für ihre Entscheidungen stets die aktuellsten Informationen zur Verfügung zu haben. Sie erhalten damit einen zuverlässigen Zugriff auf die jeweils neuesten Informationen, da die Verbreitung der Daten hier nicht wie bei den beiden tapes durch deren Laufgeschwindigkeit begrenzt ist, so daß anders als dort kein Datenstau auftreten kann. Bei jeder Transaktion ist zu erkennen, wo sie stattgefunden hat. Gegen diese Regelung hatten besonders die market makers des dritten Marktes opponiert, da sie zu Recht befürchteten, daß ihre Positionen damit für kompetente Marktbeobachter erkennbar werden würden.

Das consolidated tape scheint die Kursunterschiede zwischen den Märkten verringert zu haben. Es ermöglicht dem Anleger auch einen wesentlich besseren Überblick über Art und Umfang der Blockgeschäfte. Das gilt auch für individuelle Anleger, deren Zugang zu Marktinformationen durch das neue System gegenüber professionellen Marktteilnehmern deutlich verbessert worden ist. Darüber hinaus brachte das consolidated tape Anfang 1976 einen neuen Gehalt für die Kursseiten der Tageszeitungen, da die meisten Zeitungen dazu übergingen, für jeden Titel nicht mehr nur Anfangskurs, Höchstkurs, Niedrigstkurs und Schlußkurs des Tages von der Hauptbörse zu veröffentlichen, sondern statt dessen auf das gesamte Marktsystem abstellen. Der Anfangskurs mag nun von der NYSE stammen, der Höchstkurs vom dritten Markt, der Tiefstkurs von der MSE und der Schlußkurs von der PSE, die wegen der Zeitverschiebung länger geöffnet

ist und wie der dritte Markt und Instinet noch bis 17.30 Uhr New Yorker Zeit ihre Kurse sendet. Da ein broker einen limitierten Auftrag nur dem specialist eines Marktes überlassen kann, wird der fehlende Schutz vor Nichtbedienung den Anlegern immer wieder sehr deutlich vor Augen geführt. Einerseits verursacht das eine Vielzahl von Beschwerden der Effektenkundschaft, andererseits verstärkt es das Interesse an einem zentralen Orderbuch für Limitorders.

b) Das Composite Quotation System

Ein Effektenhändler kann die Frage, welche Aufträge sofort ausführbar sind und wo der beste Abschluß für den Anleger möglich ist, auch dann in sehr vielen Fällen nicht zuverlässig beantworten, wenn er über die letzten Kurse informiert ist. Vielmehr benötigt er hierfür einen Überblick über die Gebote an allen Märkten der Titel, die seine Aufträge betreffen. Nasdaq hat gezeigt, wie man ihm diesen Überblick bieten kann. Für die Börsen und ihre specialists ist die Frage eines Gebotsanzeigesystems jedoch ein Problem sekundärer Bedeutung. Die Börsenmitglieder tendieren dazu, ihre Aufträge über wohlorganisierte Kanäle ohnehin an ihre Börse zu leiten, und die zuverlässigen und prompten Tickerinformationen in Verbindung mit Vorschriften zur Kursstabilisierung und mit der Verpflichtung der specialists, sich als Gegenpartei bereit zu halten, machen ein Gebotsanzeigesystem für eine einzelne Börse zu einer Investition, die wenig zusätzlichen Nutzen stiftet, ganz im Gegensatz zum außerbörslichen Markt, wo feste Beziehungen zu market makers - wenn überhaupt - in sehr viel geringerem Umfang bestehen und wo auch bis zum vergangenen Jahr keinerlei Tickerinformationen existierten. Zwar haben einige Börsen schon seit Jahren einen quotation service für ihre Mitglieder, aber im Gegensatz zu Nasdaq sind die Gebote unverbindlich und oft überholt. Ihre Qualität schwankt von Börse zu Börse und von specialist zu specialist. Diese Verhältnisse reflektieren einerseits die Interessenlage der Börsen. Lediglich eine kleinere und aufstrebende Börse wie

die MSE muß an einem erstklassigen quotation service interessiert sein. Andererseits konzentrieren sich specialists primär auf den Handel mit ihrer crowd, nicht auf die anonyme Verbreitung von Geboten, sie verfügen dazu auch nicht über speziell ausgestattete Terminals wie die market makers des Nasdaq-Systems.

Eine Konsolidierung der Gebotsanzeigesysteme der Börsen hätte schon deshalb wenig bedeutet. Darüber hinaus zögen es zweifellos nicht wenige Firmen vor, nichts über bessere Gebote an anderen Märkten zu wissen, weil sie auf die Ausführung an manchen Märkten organisatorisch nicht eingerichtet sind und bereits daher den normalen und kostengünstigeren Weg vorziehen. Außerdem bestanden an einigen Börsen seit langem Vorschriften, die eine Ausführung von Aufträgen am dritten Markt praktisch verboten. Erst Ende 1975 setzte die SEC durch, daß Bestimmungen stufenweise aufgehoben werden, ab 1977 sind alle Börsenmitglieder frei darin, wo sie die Aufträge ihrer Kunden ausführen.

Die SEC, die zunächst eine ähnliche Organisation des Gebotsanzeigesystems wie die des consolidated tape wünschte, konnte den Widerstand der Börsen dagegen nicht brechen, die Angaben über die Spannen ihrer specialists ohne Gegenleistung den Informationsdiensten oder nach einem späteren Vorschlag der SEC selbst zu überlassen. Die SEC wollte nach ihren Erfahrungen bei der Verwirklichung des consolidated tape auch nicht mehr unmittelbar selbst an der Entwicklung des Gebotsanzeigesystems beteiligt sein; sie hatte sich wegen des mangelnden Enthusiasmus einiger Börsen stark engagieren müssen. So beschränkte sie sich schließlich darauf, die Hindernisse für ein solches System zu beseitigen und darauf zu vertrauen, daß der Markt selbst ein Gebotsanzeigesystem entwickle. Als ersten Schritt forderte die SEC im März 1975 die Börsen auf, alle Bestimmungen aufzuheben, die den Informationsdiensten den entgeltlichen Zugang zu den Angaben über Spannen versperrten und sie an deren Verbreitung nicht nur an Mitglieder,

sondern auch an andere Effektenhändler und an Anleger hinderten. Aus den oben geschilderten Gründen war jedoch ein rascher Fortschritt nicht zu erwarten.

Lediglich ein Unternehmen bot Ende 1975 einen konsolidierten Gebotsanzeigeservice für alle Papiere an, die an der NYSE, der MSE und der PSE notiert werden. 1976 begann Instinet einen ähnlichen Service anzubieten, der sich dadurch auszeichnet, daß jeweils der Zeitpunkt am Sichtgerät abzulesen ist, zu dem die Spanne eines Marktes das letzte Mal geändert oder bestätigt wurde. Wenn die Börsenmitglieder Anfang 1977 den Markt frei wählen können, an dem sie Kundenaufträge ausführen wollen, wird ihnen wenigstens ein weiterer Gebotsanzeigeservice zur Verfügung stehen. Die NASD hat sich entschlossen, zu diesem Zeitpunkt über die Stufen 2 und 3 von Nasdaq einen neuen Consolidated Quotations Service (CQS) anzubieten. Er soll alle an der NYSE zugelassenen Aktien und Warrants berücksichtigen und täglich von 9.00 bis 18.30 Uhr New Yorker Zeit zur Verfügung stehen. CQS wird dem bisherigen Nasdaq-Service entsprechen, der in Abschnitt III 1 a) beschrieben wurde, er wird aber darüber hinaus zu jedem bid und ask dessen Umfang in Schlußeinheiten angeben, eine besonders für institutionelle Anleger wichtige Information. Die NASD glaubt, daß für ihren CQS Investitionen von $ 1,5 Mio. nötig sein werden. Sie greift mit CQS alte Pläne wieder auf. Bereits 1972 begann sie ein Experiment, in dem sie die Spannen der specialists der PBW in NYSE-Werten des dritten Marktes in Nasdaq aufnahm, um das Potential dieses Systems zu demonstrieren.

Durch CQS wird das Problem der Qualität der Gebote zunächst nicht gelöst, es ist allerdings zu erwarten, daß Beschwerden über unzutreffende Gebote, wie sie auch im Anfangsstadium von Nasdaq auftraten, sofort korrektive Aufsichtsmaßnahmen nach sich ziehen werden. Die SEC hat Ende Juli 1976 den Entwurf einer Verordnung zur Diskussion gestellt, der verbindliche Spannen verlangt. Dieser Entwurf ist von verschiedenen

Seiten kritisiert worden, u.a. vom offiziellen Council on Wage and Price Stability, der von der Durchführung der Verordnung inflatorische Effekte befürchtet und eine gründlichere Analyse des Vorhabens verlangt. Ohne ein verläßliches Gebotsanzeigesystem wird es für die Regionalbörsen und den dritten Markt schwer sein, sich gegen die Anziehungskraft des weitaus größten Marktes zu behaupten und Aufträge an sich zu bringen, nachdem ihnen durch das consolidated tape und die Provisionsfreigabe in diesen Bereichen keine Vorteile mehr verblieben sind. Weitere Verzögerungen des composite quotations system dürften sich deutlich zugunsten des Marktanteils der New Yorker Börsen auswirken und können die Frage des Wettbewerbs in einem national market system auf diese Weise erledigen.

3. Zukünftige Konsolidierungsstufen

In Abschnitt 1 wurde bereits dargestellt, wie wichtig ein zentrales Orderbuch für limitierte Aufträge (CLOB) für die Sicherung des Vorrangs der Gebote von Anlegern und zum Schutz ihrer Aufträge vor Nichtbedienung insbesondere bei Blockgeschäften ist, wenn nicht auf eine einzelne Börse, sondern auf alle Märkte abgestellt wird. Die Limitorders machen in den Vereinigten Staaten rund 20 % aller Börsenaufträge aus. Sie sind besonders wichtig, weil sie die Kursvorstellungen der Anleger unverschlüsselt ausdrücken und damit in Konkurrenz zu den Geld- oder Briefkursen der market makers treten können.

Ein CLOB würde als Schutzsystem für limitierte Aufträge den CQS als Schutzsystem unlimitierter Aufträge ergänzen, und zwar in einem doppelten Sinne: einerseits weil der bestmögliche Abschlußkurs für unlimitierte Aufträge und auch für limitierte Aufträge gesichert wäre, andererseits würde der CQS (oder ein anderes Gebotsanzeigesystem) die Limitorders als zusätzliche Gebote aufnehmen und die Gebotspalette vom gegenwärtigen Kurs

nach oben um weitere Kaufgebote ausdehnen. Da sich der Kurs laufend ändert, stellt sich natürlich sofort das Problem einer möglichen Deckung von Kauf- und Verkaufsgeboten und damit die Frage nach der Nutzung des CLOB als Abschlußautomatismus und nach einem vollautomatisierten Effektenhandel. Wenn man so weit geht, vereinigt das CLOB beide Schutzsysteme; unlimitierte Aufträge ließen sich auf jeden Fall als über dem Kurs limitierte Kaufaufträge und unter dem Kurs limitierte Verkaufsaufträge in das CLOB und damit in den automatisierten Handel integrieren.

Das CLOB ist daher ein brisantes börsenpolitisches Problem. Die Entscheidung über die CLOB-Technik, über Abschlußfähigkeit des Systems, impliziert, welche mitgliederprovisionsorientierten Börsenmitglieder, an den amerikanischen Börsen eine besonders einflußreiche Gruppe, durch die Automatisierung ihren Arbeitsplatz verlieren.

Der National Market Advisory Board hat sich wie die SEC für ein solches Schutzsystem entschieden. Beide haben um Vorschläge gebeten. Die Vorschläge sollten zielgerecht, möglichst bald realisierbar und von den nötigen zusätzlichen Investitionen und den damit verbundenen Kosteneffekten her vertretbar sein. Wie nicht anders zu erwarten, empfahlen manche Stellen relativ bescheidene Änderungen, während andere einen weitgehend automatisierten Effektenhandel konzipierten. Es ist nicht möglich, hier auf alle Vorschläge einzugehen. Daher soll lediglich versucht werden, einen Überblick über die wesentlichen Elemente der Pläne der NYSE und der NASD zu geben.

Die NYSE erkennt die Vorzüge des umfassenden Schutzes vor Nichtbedienung, die ein CLOB bieten würde, zwar an, hält das CLOB aber wenigstens zum gegenwärtigen Zeitpunkt für ein problematisches und ein zu aufwendiges Konzept. Da der systemweite Schutz vor Nichtbedienung den Anlegern nur bei stärkeren Kursausschlägen deutlich günstigere Abschlußkurse

bringt, stellt die NYSE ihren Vorschlag auf die Transaktionen ab, die solche Kursausschläge gewöhnlich auslösen, nämlich auf Blockgeschäfte. Statt eines CLOB für alle Limitorders genügt es ihrer Ansicht nach, wenn jeweils vor Blocktransaktionen an allen Börsen angefragt wird, in welchem Umfang in deren books des betreffenden Titels zu den infrage kommenden Kursen Aufträge abzudecken sind.

Zu diesem Zweck schlägt sie ein Order Indication System (OIS) vor, das sich in neun Monaten verwirklichen ließe. Hierzu würden die an den Börsen und am dritten Markt ohnehin verwendeten Terminals mit Sichtgeräten benutzt werden, die an einen Zentralcomputer anzuschließen wären. Allen specialists würde über dieses System jeder Blockauftrag mitgeteilt, und sie könnten dann den specialist oder market maker, von dem die Nachricht kommt, über alle zu berücksichtigenden Aufträge informieren, die ihnen vorliegen. Auf diesem Wege ließe sich auch umgehend zurückmelden, welche Aufträge in der cross des Blocks mit einbezogen wurden. Ein Computerausdruck aller ausgetauschten Informationen würde jederzeit erlauben, die Ausführung der Aufträge zu überprüfen.

Die NYSE rechnet für OIS mit einer Investition von $ 650.000 und mit jährlichen Kosten von $ 600.000. Die Kursvorteile der Auftraggeber von Limitorders dürften zusammengenommen bereits bei einer relativ kleinen Zahl von Blockaufträgen an anderen Märkten als der NYSE diese Beträge erreichen (bei Blockaufträgen, die an der NYSE anfallen, wo die Masse der Limitorders liegt, ist der zusätzliche Schutz von Limitorders durch OIS minimal). Außerdem sind Kursvorteile für institutionelle Anleger denkbar. Ganz im Sinne der Verfahrenseffizienz und der Ziele des National Market System wären der Bedarf an Sofortigkeitsservice der market makers und block positioners und deren Spannenerträge geringer als in einer Situation ohne OIS.

Die NASD baut wie die NYSE auf bestehenden Datenverarbeitungssystemen auf. Da Nasdaq bereits über ein landesweites Kommunikationsnetz verfügt, das bei weitem nicht voll ausgelastet ist, bietet es sich als Verbindung der Systeme der Börsen an. Einige amerikanische Börsen verfügen über elektronische Orderdispositionssysteme, über die Mitgliedsfirmen ihre Aufträge unmittelbar dem zuständigen specialist zuleiten können. Nach dem Vorschlag der NASD sollen zunächst alle Aufträge auf diese Weise in die books der specialists kommen. Die books werden damit automatisiert und nicht mehr manuell geführt. Für jede Börse, an der ein bestimmter Titel gehandelt wird, wird ein separates Buch geführt oder auch mehrere, wenn es konkurrierende specialists dort gibt. Nur der specialist kann sein und nur sein Buch über sein Sichtgerät lesen (auf Entscheidung der Börse hin evtl. das konsolidierte Buch der Börse). Allerdings sind die höchsten Kaufgebote und die niedrigsten Verkaufsgebote einer jeden Börse neben den Geboten der market makers des dritten Marktes über CQS allgemein zugänglich, und es ist durchaus möglich, daß die Gebote für eine Börse Aufträge im book widerspiegeln.

Die NASD will nun die Orderdispositionssysteme nicht nur konsolidieren, um sie als rationelles Instrument zur Auftragsweiterleitung, als Hilfe für den specialist und zur Absicherung des CQS zu benutzen, sie strebt vielmehr auch einen automatisierten Handel an. Wenn ein broker z.B. einen unlimitierten Kaufauftrag erhält, kann er sich zunächst über CQS vergewissern, daß ein angemessener Kurs zustande kommen wird. Er gibt dann den Auftrag ein, der sofort automatisch auf das niedrigste ask trifft und damit einen Abschluß verursacht. Die Schlußnote wird dann an seinem Terminal und am Terminal des broker oder market maker ausgedruckt, von dem das getroffene Angebot ausging. Schließlich werden CQS und das book, falls es berührt wurde, aktualisiert, der Umsatz läuft über das consolidated tape und wird für Erfüllungszwecke registriert. Das System wäre so programmiert, daß die Rangfolgeregeln eingehalten werden.

Bei Blockaufträgen müßte wie folgt verfahren werden: Der Anleger handelt direkt oder indirekt in der üblichen Weise bei einem block positioner den Kurs aus, zu dem er z.B. einen Block verkaufen kann. Der block positioner kann dann ähnlich wie beim cross ohne Abstimmung mit dem specialist nicht genau sagen, wieviel Stücke er zu diesem Kurs übernehmen muß. Er gibt den Blockauftrag zunächst limitiert zu diesem Kurs, der unter dem gegenwärtigen Kurs liegen wird, in das System ein, und es werden automatisch die zu berücksichtigenden Kaufaufträge gegen den Blockauftrag ausgeführt. Das geplante System antwortet wie oben geschildert und gibt den unerledigten Teil des Auftrages an. In diesem Umfang wird nun abgeschlossen, wie zuvor außerhalb des Systems vereinbart. Die Daten dieses Abschlusses werden schließlich über den Terminal des brokers für den Ticker und für Erfüllungszwecke eingetastet.

Dieser Vorschlag der NASD ließe sich nach deren Angaben in zwei bis drei Jahren verwirklichen und erforderte Investitionen von rund $ 10 Mio. Er brächte im Gegensatz zu dem der NYSE eine vollkommene Sicherung des bestmöglichen Abschlußkurses im gesamten Marktsystem und gleichzeitig einen systemweiten Schutz vor Nichtbedienung. Er realisierte auch das CLOB, in das allerdings niemand volle Einsicht hätte. Der traditionelle Handel an den Börsen wäre abgeschafft, die floors mögen allerdings als Arbeitsräume der specialists beibehalten werden. Die floors mancher Regionalbörsen würden nicht einmal ihr Gesicht wesentlich ändern, lediglich die Telefone der specialists dort verlören gegenüber den Terminals an Bedeutung. Dagegen verschwänden an den großen Börsen die lebhaften Händlerversammlungen; die crowd, der bisherige Inbegriff des Börsenhandels, hätte keine Funktion mehr. Den specialists bliebe das Privileg der Einsicht in das book ihrer Börse, das ihnen ihr market making erleichert und umso höher zu bewerten ist, je mehr Orders an ihre Börse kommen. Die specialists der NYSE behielten damit ihre besonders vorteilhafte Position.

Ein weitergehender Vorschlag der NASD, der keine wesentlichen Investitionen implizierte, will diese Vorteile beseitigen. Danach würden auf den Sichtgeräten die konsolidierten Aufträge der Anleger ohne Nennung der Auftraggeber neben den Geboten der market makers für jedermann sichtbar ausgewiesen. Damit erhielten alle market makers die gleichen Auftragsinformationen. Zudem ließe sich bei Blocktransaktionen im voraus bestimmen, wieviel Stücke über das book laufen müssen.

Die Problematik eines solchen "open book" wird seit Jahren diskutiert. Es erleichtert vor allem die Gegendisposition. Wo aber konkurrierende market makers am automatisierten Handel mit einem open book teilnehmen, werden zu hoch limitierte Kaufaufträge und zu niedrig limitierte Verkaufsaufträge gar nicht erst im book sichtbar, sondern sofort gegen die Gebote der market makers ausgeführt und damit einer Gegendisposition entzogen. Das open book ist im Effektenhandel nichts Neues. Es ist z.B. für aktive Werte an der Brüsseler Börse und für inaktive Titel an der NYSE seit langem üblich. In beiden Fällen gibt es nicht einmal market makers; an der NYSE überprüft allerdings der zuständige specialist stets die Angemessenheit des Abschlußkurses. Die Kenntnis des book erlaubt dem Anleger und seinem broker eine besonders realistische Limitierung und damit einen Selbstschutz vor Gegendisposition. Außerdem bleibt es einem broker beim Handel mit Hilfe eines open book wie bisher in der crowd unbenommen, Kaufgebote sukzessive zu erhöhen und Verkaufsgebote Schritt für Schritt zu senken. Wie in einer Händlerversammlung wird ein solches Vorgehen umso wahrscheinlicher zu einem besonders günstigen Abschluß für seinen Kunden führen, je aktiver der betroffene Titel gehandelt wird, je mehr Händler die Bewegungen im open book gerade beobachten. Für inaktive Werte ohne konkurrierende market makers scheint ein open book allerdings ungeeignet. Bei nur einem market maker dürfte es hier regelmäßig an einer ausreichenden

Konkurrenz der Gebote als Schutz vor Gegendisposition fehlen. Gibt es keinen market maker, so würde ein open book einem Anleger und seinem broker zumuten, auf einer schmalen und möglicherweise manipulierten Informationsbasis - auch ein leeres book ist hier denkbar - wie ein market maker den Kurs zu nennen, den sie für den Marktpreis halten, und das Gebot ständig zu überwachen.

Merrill Lynch hat einen ähnlichen Vorschlag wie den der NASD vorgelegt, der ausdrücklich ein Marktsegment für den automatisierten Handel inaktiver Werte nach den hier geschilderten Regeln mit Hilfe eines open book vorsieht, auch wenn es keinen market maker gibt. Dieser Vorschlag hat gegenüber dem der NASD noch weitere Besonderheiten. Der broker, der einen Auftrag in das System eingibt, wird hier stärker entlastet. Während er sich beim NASD-Vorschlag selbst für ein Limit innerhalb der Spanne oder für sofortige Ausführung entscheiden muß, nähme im Merrill-Lynch-System das Programm ihm diese Entscheidung ab: Der broker kann den Auftrag unbesehen eingeben; wenn die gegenwärtige Spanne eines Titels weiter ist als normal für die jeweilige Auftragsgröße, wird zunächst für einige Minuten ein Gebot zu einem Kurs innerhalb der Spanne gesendet, im Falle einer größeren Order sogar offen, ähnlich wie bei Instinet.

Merrill Lynch geht auch in anderen Punkten weiter als die NASD: Der Vorschlag der Firma beläßt nicht nur dem floor broker, sondern auch dem specialist keinerlei Funktion mehr als Vermittler, kennt kein book eines specialist mehr und sieht eine Mitgliederprovision daher überhaupt nicht vor. Merrill Lynch spricht das im Gegensatz zur NASD auch deutlich aus. Da die Mitgliederprovisionen sich insgesamt jährlich auf wenigstens $ 40 - 70 Mio. belaufen, steht außer Frage, daß die Transaktionskosten für die anlegerprovisionsorientierten Firmen durch ein System, wie es die NASD und Merrill Lynch konzipieren, erheblich gesenkt werden können. Wegen der Rangfolgeregeln ist es den specialists - oder besser market makers - nicht möglich, über Spannenerträge eine Entschädigung zu suchen.

Es ist heute noch nicht abzusehen, welche Konsolidierungsschritte aus diesen und anderen Vorschlägen resultieren werden, zweifellos wird sich aber die Effektenhandelstechnik in etwa entlang der oben vorgezeichneten Linien entwickeln. Ein denkbarer nächster Konsolidierungsschritt ist im Herbst 1976 von der NYSE vorgeschlagen worden. Er bestünde in der Verbindung der Orderdispositionssysteme der Börsen in einer Weise, die es jedem specialist erlauben (und ihn vermutlich verpflichten) würde, ausführbare Aufträge elektronisch an den Markt weiterzuleiten, der nach den Angaben des CQS gerade das günstigste Gegengebot zeigt. Dieses sogenannte Dealer Inter-Market Order-Switching System (DIMOS) ließe sich nach den Angaben der NYSE innerhalb eines Jahres für $ 750.000 realisieren. DIMOS liegt auf der Linie des NASD-Vorschlags, geht aber nicht ganz so weit, da es jeweils einem specialist oder einem market maker die Aufträge zur Ausführung an die Hand gäbe, ein automatischer Abschluß ist zunächst nicht vorgesehen. In einfacher Form als Verbindung der specialists über Lautsprecher und Mikrophone hat DIMOS bereits Vorläufer. Am bekanntesten ist eine solche Verbindung zwischen den floors der PSE in San Francisco und in Los Angeles geworden. Im letzten Jahr wurde eine ähnliche Verbindung zwischen der BSE und der PBW geschaffen. DIMOS würde ein CQS als Schutzsystem für unlimitierte Aufträge und andere sofort ausführbare Order sinnvoll ergänzen und dem einzelnen broker die Mühe abnehmen, seine Aufträge selbst an den jeweils günstigsten Markt weiterzuleiten.

Die NASD und die sechs größten Börsen haben, zwei Tage bevor der Chairman der NYSE den DIMOS-Vorschlag in San Francisco bekanntgab, die National Market Association (NMA) gegründet, um die Entwicklung aus eigener Initiative voranzutreiben. Obwohl die NMA die Selbständigkeit der Börsen nicht antasten will, bleibt es einzelnen Börsen unbenommen zu fusionieren.

Erste offizielle Überlegungen zu einer Fusion der NYSE und der Amex haben begonnen.

Für die NYSE brächte die Fusion den Eintritt in das Optionsgeschäft. Durch ein Zusammenlegen der Verwaltungs- und Aufsichtsfunktionen in einer Organisation ließen sich nach Schätzungen der Securities Industry Association Einsparungen von einigen Millionen Dollar jährlich erreichen. Wegen der Umsatzrückgänge an der Amex sind ihre Ausgaben trotz Sparmaßnahmen von 1 Promille auf 4 Promille ihrer Umsätze gestiegen, ein für Börsen dieser Größe außergewöhnlich hohes Verhältnis, so daß einschneidende Maßnahmen naheliegen. Ein weiterer Anreiz zur Fusion resultiert aus der eben begonnenen Konkurrenz der specialists von Amex und NYSE. Diese Konkurrenz reduziert in den betreffenden Werten den Vorteil des New Yorker specialist gegenüber anderen specialists und market makers hinsichtlich der Auftragslage, da es kein "konsolidiertes", sondern nur noch ein auf die beiden Börsen verteiltes New Yorker book gibt und damit keinen überragenden Hauptmarkt mehr. Eine Fusion würde wenigstens auf einige Jahre diesen natürlichen Wettbewerbsvorteil des dominierenden Finanzplatzes wiederherstellen. Schließlich ließe sich durch eine Fusion ein umfassendes System konkurrierender specialists in New York einrichten; dies käme den Zielen des National Market System entgegen.

Abschließend sei auf Konsolidierungsschritte im Erfüllungsbereich hingewiesen. Die Ausführung von Aufträgen an beliebigen Märkten innerhalb des National Market System setzt voraus, daß ein leistungsfähiges kongruentes Erfüllungssystem besteht. Die Erfüllung von Geschäften zwischen Mitgliedern verschiedener Börsen darf sie von den Kosten her höchstens geringfügig mehr belasten als die Abschlüsse zwischen Mitgliedern einer einzigen Börse. Sonst besteht die Gefahr, daß Effizienzgewinne im Ausführungsbereich als Folge eines National Market System durch zusätzliche Kosten im Erfüllungsbereich kompensiert werden, durch Kosten für

Zahlungsmittel- und Effektenpositionen in verschiedenen Abrechnungsvereinigungen und ihre Überwachung sowie durch zusätzliche transaktionsabhängige Belieferungskosten. An einem solchen Erfüllungssystem wird in den Vereinigten Staaten seit Jahren gearbeitet. Im Frühjahr 1976 haben die NYSE, die Amex und die NASD ihre Organisationen im Erfüllungsbereich (Stock Clearing Corporation, American Stock Exchange Clearing Corporation bzw. National Clearing Corporation) in die neugebildete National Securities Clearing Corporation (NSCC) eingebracht.

Die Entwicklungen, die zur NSCC und zur NMA führten, dürften kaum ohne Einfluß auf die Struktur der Börsenaufsicht durch self-regulatory organizations bleiben. Wie in Abschnitt I deutlich wurde, bestehen gegenwärtig zahlreiche Stellen dieser Art, deren Kompetenzen sich teilweise überschneiden. Es gibt eine Reihe von Vorschlägen, diese Kompetenzen so abzugrenzen, daß die Aufsichtskosten gesenkt werden können. Die NASD kommt in einer Analyse zu dem Ergebnis, daß sich so rund $ 10 Mio. einsparen ließen. Drei self-regulatory organizations würden danach genügen: eine Aufsichtsstelle für den Erfüllungsbereich, eine für den gemeinschaftlichen Ausführungsbereich, also für die Zirkulationsmärkte im engeren Sinne, und eine Stelle für die Prüfung der finanziellen und organisatorischen Solidität der Effektenhandelsbetriebe, für die Prüfung der fachlichen Qualifikation von deren Mitarbeitern und für die Überwachung des Emissionsmarktes. Diese dritte Stelle wäre auch für Sanktionen gegen die Effektenhandelsfirmen und ihre Mitarbeiter zuständig. Obwohl die drei Stellen unter der Kontrolle der SEC stünden, sehen manche Beobachter in Konsolidierungsplänen im Aufsichts- und auch im Erfüllungsbereich eine Gefahr für eine wettbewerbs- und innovationsorientierte Weiterentwicklung der Organisation amerikanischer Effektenmärkte.

Teil 3

BEGRÜNDUNG UND BEURTEILUNG SEGMENTIERTER ZIRKULATIONSMÄRKTE

A. DETERMINANTEN DER SEGMENTIERUNG

Am Ende des ersten Teils dieser Arbeit wurden drei Fragen gestellt, die hier wieder aufgegriffen werden müssen. Der Ausgangspunkt dieser Fragen ist ein Zustand, den viele als Normalfall betrachten: Ein Wertpapier ist an einer Börse zugelassen und wird ausschließlich dort gehandelt. Von diesem auf den ersten Blick so einleuchtenden und wohlgeordneten Zustand kommen nun immer wieder - von Land zu Land in unterschiedlichem Ausmaß - Abweichungen vor, und damit stellen sich die Fragen, warum manchmal börsennotierte Papiere an weiteren Börsen, warum sie auch außerbörslich und warum manche Titel überhaupt nicht an einer Börse gehandelt werden. Wem nützen diese Abweichungen, was sind ihre Vor- und Nachteile? Die Fragen , warum einige Titel sowohl börslich gehandelt werden als auch außerbörslich und warum andere überhaupt nicht an einer Börse zugelassen sind, lassen sich zusammen beantworten und werden zuerst aufgegriffen.

Wer eine Antwort auf diese scheinbar leichten Fragen sucht, der wird zunächst feststellen, daß die Scheidelinie zwischen börslichen und außerbörslichen Märkten von Land zu Land unterschiedlich verläuft. Es wird in dem Land die geringsten Abweichungen vom Normalfall geben, dessen Börse für Titel mit den verschiedensten durchschnittlichen Umsätzen und für kleine, für gewöhnliche und für sehr große Aufträge gerüstet ist und eine lange Börsenzeit kennt (von der Möglichkeit eines Börsenzwangs sei hier abgesehen). Die Ausführungen in Teil 2 legen jedoch nahe, daß es eine solche scheinbar ideale Börse gar nicht gibt. Die Börsen der Realität versuchen entweder erfolglos, den gesamten Zirkulationsmarkt zu umfassen, oder sie

beschränken sich von vornherein darauf, nur einen Teil dieses Marktes zu organisieren. Im folgenden sollen die Gründe hierfür entwickelt werden.

I. KOSTENUNTERSCHIEDE BEI DER PRODUKTION VON FINANZDIENSTLEISTUNGEN ALS DETERMINANTEN DER SEGMENTIERUNG

Die Finanzdienstleistungen einer Börse im Ausführungsbereich sind Teilleistungen, die allerdings einen wichtigen Teil der Transaktionsleistungen ausmachen, die Anleger bei Effektenhandelsbetrieben nachfragen. Die erste Teilleistung ist der schnellstmögliche Abschluß von Effektengeschäften zu marktgerechten Kursen. Schnellstmöglich bedeutet zum einen, daß an der Börse mit größerer Wahrscheinlichkeit als auf andere Weise für einen Auftrag oder ein Gebot frühestmöglich, oft sogar sofort, ein marktgerechtes Gegengebot gefunden werden kann, zum anderen bedeutet es einen minimalen Zeitaufwand für den Abschluß selbst. Die Börsen erreichen diesen minimalen Zeitaufwand durch

- Musterverträge für Effektengeschäfte
- Standardisierung der Aufträge
- Gewährleistung einer Mindestbonität der Kontrahenten für Börsengeschäfte
- die Verbindlichkeit abgegebener Gebote
- die Möglichkeit, limitierte Aufträge durch andere Börsenmitglieder oder -angestellte am Markt bereithalten zu lassen
- die zeitsparende Ausdrucksweise der Börsensprache und
- andere ausgefeilte organisatorische Maßnahmen

kurz, durch das Einbringen von Aufträgen oder Geboten in bestimmte Handelsverfahren. Diese Verfahren homogenisieren zugleich Angebot und Nachfrage auf eine Weise, daß möglichst viele zueinanderpassende Gebote entstehen. Entscheidend für die erste

Teilleistung sind zwar zunächst nicht die organisatorischen Details, sondern das Zusammenführen einer großen Zahl von Geboten, traditionell durch zeitliche und örtliche Konzentration, die darüber hinausgehende Organisationsleistung einer Börse bestimmt jedoch, wie attraktiv es für einen Effektenhandelsbetrieb ist, seine Aufträge an die Börse zu bringen und wie leicht sich Konkurrenzmärkte etablieren können.

Die zweite Teilleistung einer Börse ist die Information über die Marktlage, insbesondere über den gegenwärtigen Kurs für einen bestimmten Titel in einem bestimmten Geschäft, z.B. im Kassa- oder Termingeschäft. Diese Teilleistung resultiert aus der ersten, geht ihr jedoch auch voraus, da sie es erleichtert, marktgerechte Gebote an der Börse abzugeben. Die erste Teilleistung wird somit regelmäßig mit der zweiten nachgefragt. Die zweite Teilleistung kann aber auch isoliert angeboten werden, gerade für den außerbörslichen Handel, und zwar ist sie besonders für die außerbörsliche Kompensation von Aufträgen interessant, da hier die erste Teilleistung nicht benötigt wird. Es ist daher verständlich, wenn eine Börse Kursinformationen, die wie aktuelle Geld- und Briefkurse bestehende Abschlußmöglichkeiten offenlegen, nicht an solche Personen abgeben will, die nicht verpflichtet sind, ihre Geschäfte an der Börse abzuschließen.

Wegen der Verbundproduktion beider Teilleistungen braucht im folgenden nur auf die zentrale Finanzdienstleistung einer Börse, den schnellstmöglichen Abschluß zu marktgerechten Kursen, auf die Erleichterung der Suche eines Abschlußpartners, abgestellt zu werden. Die innerbörslichen Segmente spiegeln wider, welches Verfahren die einzelnen Börsen für das effizienteste halten, um diese Leistung für Werte mit bestimmten Umsatzmerkmalen zu erstellen. Die Untersuchungen der Märkte in verschiedenen Ländern haben deutlich gezeigt, daß die Börsen bei der Zuordnung von Titeln zu bestimmten Marktsegmenten auf die zu erwartenden Umsätze in einem Titel und/oder auf den Umfang der einzelnen Transaktionen abstellen.

In einigen Titeln besteht jeden Tag über eine längere Zeit eine starke und andauernde Nachfrage nach Abschlußleistungen, in anderen ist diese Nachfrage nur sporadisch. Wie in allen Bereichen der Wirtschaft ist es sinnvoll, für die Massenfertigung von Abschlußleistungen andere Verfahren zu verwenden als für eine gelegentliche Produktion. Die Titel, die auf einem Zirkulationsmarkt zu finden sind, lassen sich in verschiedene Gruppen mit typischen Umsatzmerkmalen einordnen. Vor allem diese typischen Umsatzmerkmale bestimmen die Zahl und die Ausgestaltung der Segmente, die man an diesem Zirkulationsmarkt antreffen wird.

Aus der Zahl der Segmente und der Art der gewählten Verfahren ergeben sich nun die möglichen Scheidelinien zwischen den börslichen und den außerbörslichen Märkten. Es ist damit unmittelbar einsichtig, daß sie von Land zu Land anders liegen werden. Einige Beispiele mögen diese Aussage verdeutlichen. Die amerikanischen Börsen bieten Verfahren für den fortlaufenden Handel eines Titels über eine lange Börsenzeit an, in dem Abschlüsse ohne Hilfestellung eines market makers die Regel sein sollen. Diese Verfahren erfordern hohe Umsätze in jedem so gehandelten Wert. Damit kommt die Masse der amerikanischen Titel für den Handel an diesen Börsen nicht in Frage. An den japanischen und auch an einigen kontinentaleuropäischen Börsen werden Gesamtkursverfahren verwendet, bei denen der endgültige oder wenigstens der vorläufige Kurs aus den vorliegenden Geboten errechnet wird. Diese Verfahren sind sehr flexibel und lassen sich, wie ihre Verwendung für die Ermittlung der Eröffnungskurse selbst an der NYSE zeigt, auch für lebhaft gehandelte Werte einsetzen. Sie bieten aber nur dann eine solide Basis für die Kursfeststellung, wenn eine gewisse Zahl von Aufträgen der Kursberechnung zugrunde gelegt werden kann. Daher sollte das Verfahren auf selten umgesetzte Werte nicht angewendet werden; somit können Märkte außerhalb des offiziellen Börsenverkehrs notwendig werden. Die unbegrenzte Anwendung dieses Verfahrens auf kleine Werte in Paris erscheint trotz der zusätzlichen Sicherung durch Maximalkursschwankungen nur dann sinnvoll, wenn man davon ausgehen muß,

daß niemand bereit ist, solche Werte nach einem angemesseneren Verfahren zu handeln. Am wenigsten Raum für nicht börsennotierte Werte lassen Verfahren, die entweder auf Einzelkurse angelegt sind, wie im Vereinigten Königreich und in Dänemark, oder Gesamtkursverfahren, in denen mangels einer genügenden Zahl von Geboten in einer Kollektivverhandlung auch einfach Einzelkurse abgeschlossen werden können, wie in Italien, in Luxemburg oder an den französischen Provinzbörsen.

Diese Überlegungen haben den wichtigsten Grund dafür deutlich gemacht, warum es überhaupt ausschließlich außerbörslich gehandelte Titel gibt und warum die Zahl dieser Werte von Land zu Land in ihrem Umfang und in ihrer Zusammensetzung stark variiert. Es gibt zusätzliche Gründe, besonders die einmaligen und periodischen Kosten, die im allgemeinen eine Börsenzulassung für den Emittenten bringt. Da einige Emittenten diese Kosten aus verschiedenen Gründen für nicht angemessen halten, findet man in manchen Ländern Werte, die ganz klar den Anforderungen eines börslichen Marktsegments genügen könnten, aber dennoch nur außerbörslich gehandelt werden. Diese Werte sind jedoch in der Gruppe der ausschließlich außerbörslich gehandelten Werte die Ausnahme.

Der Zuschnitt der Segmente einer Börse, anders ausgedrückt, die Ausrichtung der dort verwendeten Verfahren ist ein wichtiger Ansatzpunkt auch für die Antwort auf die Frage, warum börsennotierte Titel außerbörslich gehandelt werden: Manche Börsen haben nicht nur bestimmte Segmente auf solche Transaktionen abgestellt, die einzeln betrachtet einen bestimmten Umfang weder über- noch unterschreiten (Transaktionen "normalen" Umfangs), sie bieten überhaupt keine Verfahren oder nur beschränkt geeignete Verfahren für andere als normale Transaktionen an. Während z.B. französische, deutsche, belgische und amerikanische Börsen zur Ergänzung solcher Segmente Handelsmöglichkeiten für Kleinaufträge eingerichtet haben, bieten japanische Börsen keine Transaktionsleistungen für

Kleinaufträge an. Der Odd-lot-Handel in börsennotierten Werten muß in Japan daher außerbörslich stattfinden. Auch in Dänemark ist er außerbörslich, da das Verfahren, das die Börse anbietet, nicht benutzt wird.

Im Blockhandel sind die Verhältnisse ähnlich. Zwar gibt es hier schon wegen der differierenden Umsatzmerkmale verschiedener Werte keine klare Abrenzung zu Transaktionen normalen Umfangs wie beim Odd-lot-Handel, aber je größer die gewünschte Transaktion, desto weniger wahrscheinlich wird es, daß auf dem Marktsegment für Transaktionen normalen Umfangs Partner für einen marktgerechten Abschluß gefunden werden können. Da die Partersuche oft nur außerbörslich Erfolg haben kann, verzichten einige Börsen konsequent auf besondere Blockhandelsverfahren. Andere Börsen bieten dagegen gleich mehrere Blockhandelsverfahren an. Die NYSE hält sich z.B. bereit, über ihren Ticker die Anleger weit und breit zu Gegengeboten aufzufordern, und sie schuf 1970 ihr Block Automation System. Diese Verfahren hatten sehr unterschiedlichen Erfolg. BAS wurde, wie erwähnt, bald wieder abgeschafft, ein japanisches Verfahren für börsliche Blockgeschäfte wartet seit zehn Jahren auf seine erste Bewährungsprobe. Andere Verfahren schienen über Jahre obsolet, waren dann aber plötzlich gefragt. Manche waren ein Erfolg, ohne jedoch auch nur annähernd alle außerbörslichen Abschlüsse von Blockgeschäften zu unterbinden.

Einige zusätzliche Überlegungen sollen die Gründe für den außerbörslichen Handel börsennotierter Werte herausarbeiten. Der begrenzte Erfolg von Börsen bei der Integration des Effektenhandels in den Börsenhandel ist an sich nichts Besonderes. Börsen stellen bestimmte Finanzdienstleistungen her. Für bestimmte Transaktionsleistungen haben sie einen deutlichen Kostenvorteil, für andere nicht. Das ist der erste Grund. Der zweite Grund liegt darin, daß Börsen wie jeder andere Betrieb nur Leistungen bestimmter Qualität produzieren und daß genauso wie bei der Produktion von Kraftfahrzeugen oder Rasierapparaten gleichwertige oder substituierbare Produkte in einfacher oder

luxuriöser Ausstattung denkbar sind und besonders auf den größeren und wettbewerbsorientierteren Effektenmärkten und hier besonders für Blockaufträge auch angeboten werden. Zu beiden Gründen erscheinen zusätzliche Erläuterungen angebracht.

Die jüngsten Entwicklungen im Odd-lot-Handel der USA illustrieren die Grenze des Kostenvorteils gemeinschaftlicher Produktion von Transaktionsleistungen. Unterstützt durch Kurs- und Gebotsanzeigesysteme können einige Börsenmitglieder, die eine sehr große Zahl von Kunden und Positionen in den meisten börsennotierten Werten haben, die Finanzdienstleistung "kleine unlimitierte Aufträge in börsennotierten Werten ausführen" vollständig im eigenen Haus erstellen, indem sie die Stücke selbst zum aktuellen bid nehmen oder zum ask geben, und zwar wirtschaftlicher, als wenn sie die Teilleistung "schnellstmöglicher Abschluß" der Börse in Anspruch nehmen und die Aufträge deshalb an die Börse leiten; andere Mitglieder können das nicht und benutzen daher nach wie vor das Börsensegment für den Odd-lot-Handel. Die dänischen und italienischen Großbanken und manche market makers des third market praktizieren seit langem ähnliche Verfahren. Große Effektenhandelsbetriebe können häufig auch für Aufträge normalen oder selbst größeren Umfangs den Abschlußpartner ohne Hilfe der Börse finden, sei es über innerbetriebliche Verfahren zur Identifikation kompensierbarer Aufträge, wie sie besonders in Italien und Dänemark verbreitet sind, sei es durch Spezialisierung auf block assembling. In allen diesen Fällen fragen die Effektenhandelsbetriebe nur noch die zweite Teilleistung der Börse (Information über die Marktlage) nach. Den schnellstmöglichen Abschluß können sie selbst wirtschaftlicher besorgen.

In den theoretischen Kategorien von Teil 1 ausgedrückt läßt sich folgendes feststellen: Erstens wird sich eine Börse oder ein anderer Marktorganisator auf die Finanzdienstleistungen beschränken, für die eine gemeinschaftliche Produktion für eine große Zahl von Effektenhandelsbetrieben deutlich der einzelwirtschaftlichen Produktion überlegen ist (Finanzdienstleistungen vom Typ 2). Die Produktion der anderen gegen Entgelt

absetzbaren Finanzdienstleistungen (Typ 1) verbleibt den Effektenhandelsbetrieben selbst. Zweitens ist die Zuordnung von Finanzdienstleistungen zum Typ 1 oder zum Typ 2 und damit die Grenze zwischen börslichem und außerbörslichem Handel nie endgültig. Es kommt hier auf die Fülle von Faktoren an, welche die Kostenfunktionen bei einzelwirtschaftlicher oder bei gemeinschaftlicher Produktion bestimmen und darauf, welchen Teil dieser Kostenfunktion die jeweilige Nachfrage nach den betrachteten Dienstleistungen relevant werden läßt. Daher ist es, wie auch sonst in der Wirtschaft, durchaus möglich, daß sich einzelne Betriebe für Eigenproduktion, andere dagegen für Ausgliederung auf eine Gemeinschaftsstelle (oder einen anderen spezialisierten Betrieb) entscheiden.

Mit diesen Überlegungen ist hinreichend begründet, warum es regelmäßig einen außerbörslichen Handel in börsennotierten Wertpapieren geben wird, selbst wenn die Qualität der außerbörslichen Transaktionsleistungen mit denen der börslichen aus der Sicht des Anlegers identisch ist. Freilich kann sich in einigen Ländern das Interesse an einem außerbörslichen Handel wegen Börsenzwangs nicht manifestieren. Auch die Transaktionsleistungen des vor- und nachbörslichen Handels, der allerdings ebenfalls nicht in allen Ländern zulässig ist, lassen sich als Finanzdienstleistungen vom Typ 1 einstufen und damit als außerbörslicher Handel erklären. Wenn die Anleger nur sehr selten außerhalb der Börsenzeit Effektengeschäfte abschließen wollen und wenn der Kreis potentieller Teilnehmer am Handel in einem bestimmten Titel überschaubar ist, lohnt es sich nicht, gelegentlicher Transaktionen wegen die Börse offen zu halten; vor- und nachbörslicher Telefonhandel reicht aus. Wie das Beispiel des Börsensystems in Großbritannien und Irland zeigt, muß ein solcher vor- und nachbörslicher Handel nicht außerbörslich sein. Da dieses System auf dem Market-maker-Prinzip beruht und daher den Telefonverkehr während, vor und nach der normalen Börsenzeit als reguläre Form des Börsenhandels betrachtet, sind Abschlüsse jederzeit möglich, solange wenigstens ein jobber telefonisch erreicht werden kann.

In den bisherigen Ausführungen ist lediglich plausibel gemacht worden, ob bestimmte Finanzdienstleistungen dem Typ 1 oder dem Typ 2 zuzuordnen sind. Für die Zwecke dieser Arbeit erscheint das ausreichend. In anderen Zusammenhängen können detaillierte Analysen der Kostenfunktion bei einzelwirtschaftlicher Produktion und bei Produktion mit Hilfe einer Gemeinschaftsstelle notwendig sein. Eine Anmerkung zu den Determinanten der Kosten bei einzelwirtschaftlicher Produktion scheint jedoch auch hier angebracht. Privatrechtlich oder hoheitlich verankerte Börsenhandelsmonopole und damit verbundene Mindestprovisionen bei der Abnahme börslicher Leistungen sind ein wesentlicher Kostenfaktor, der sich zugunsten von Eigenproduktion und damit für den außerbörslichen Handel auswirkt. Dieser Faktor dürfte z.B. in Dänemark die Bemühungen zur Kompensation von Aufträgen innerhalb einzelner Banken gefördert haben. In anderen Ländern unterbindet man diesen Effekt dadurch, daß man den Banken verbietet, im Inland bestimmte Abschlußleistungen zu produzieren, während diese Banken in anderen Ländern der Gemeinschaft selbst Börsenmitglied sind oder sein könnten. Solche Produktionsverbote verhindern, daß sich der Produzent mit dem rationellsten Verfahren durchsetzen kann.

Ein Effektenhandelsbetrieb wird nun nicht nur seine Kosten beim Erstellen von Finanzdienstleistungen im Hause mit denen beim Einschalten einer bestimmten Börse vergleichen, vielmehr können auch andere Effektenhandelsbetriebe, andere Marktorganisatoren, insbesondere andere Börsen, ihm die benötigten Transaktionsleistungen anbieten. Beschränkter Zugang und Mindestprovisionen sind auch in diesem Zusammenhang ein wichtiger Faktor. In den Vereinigten Staaten und in England haben diese Wettbewerbsbeschränkungen Konkurrenzmärkte entstehen lassen helfen. Die Produktion von Transaktionsleistungen am fourth market oder durch Ariel muß nicht einmal wirtschaftlicher sein als die der Börsen, sie muß den Effektenhandelsbetrieben oder Anlegern, die diese Konkurrenzmärkte benutzen, nur geringere Provisionsbelastungen bieten als Börsenmitglieder.

Provisionsreglements haben aus demselben Grund in aller Welt dazu beigetragen, daß Konkurrenzmärkte erhalten blieben. Eine Regionalbörse z.B. in den USA, in Belgien oder in Deutschland bietet dem Effektenhandelsbetrieb, der nur die Mitgliedschaft dieser Börse besitzt, den direkten Zugang zum Handel in den Werten dieser Börse; am third market bedarf es hierzu nicht einmal der Mitgliedschaft. Das Auftragsvolumen solcher Mitglieder bestimmt den Rang ihrer Börse. Hätte jeder Effektenhandelsbetrieb einen provisionsfreien Zugang zum Hauptmarkt oder zu jeder Börse, oder wenigstens einen Zugang zu wettbewerbsbestimmten Provisionen, so wäre er an der Regionalbörse oder am third market möglicherweise gar nicht interessiert. Im Vereinigten Königreich haben die früheren Mitglieder der Regionalbörsen diesen Zugang im Zuge der Börsenfusion erhalten, und man nimmt an, daß binnen einiger Jahre alle oder fast alle Börsensäle in der Provinz geschlossen sein werden. In Amerika wird als Folge des Provisionswettbewerbs eine ähnliche Entwicklung erwartet.

Damit wurde auch die bisher unbeantwortete der Ausgangsfragen aufgegriffen, warum viele Titel an mehreren Börsen gehandelt werden, und eine Teilantwort unter dem Aspekt der Kosten für einzelne Effektenhandelsbetriebe gegeben, die primär für nationale, nicht aber für internationale Parallelbörsen gilt. Der Handel eines ausländischen Wertpapiers an einer inländischen Börse bringt deren Mitgliedern zwar auch Provisionsvorteile, hier werden sich aber, wenn ein solcher Handel einmal organisiert ist, erhebliche zusätzliche Kostenvorteile dadurch ergeben, daß sich ein Auftrag mit weniger und mit einfacheren Schritten ausführen läßt als an einer Auslandsbörse. Insbesondere entfällt das gewöhnlich notwendige Devisengeschäft und die Benutzung des ausländischen Erfüllungssystems. Mit dem Fortschritt der Kommunikationstechnik und mit der Entwicklung nationaler Währungs-, Zahlungs- und Erfüllungssysteme haben vergleichbare Kosten innerhalb eines Landes an Bedeutung verloren, obwohl sie für das Entstehen von Börsen an allen Finanzplätzen von gewissem Rang ausschlaggebend gewesen sind.

II. QUALITÄTSUNTERSCHIEDE VON FINANZDIENSTLEISTUNGEN ALS DETERMINANTEN DER SEGMENTIERUNG

Wie bereits erwähnt, liegt der Grund für die Existenz von Konkurrenzmärkten nicht allein in den Kostenvorteilen, die sich Anlegern und/oder Effektenhandelsbetrieben bieten können, sondern häufig auch in der besonderen Qualität ihrer Transaktionsleistungen. Für einige außerbörsliche Märkte ist das offensichtlich:

1. Der dritte und vierte Markt, wie in Teil 2 dargelegt wurde, bieten Blockhandelsleistungen anderer Qualität als die NYSE oder die Regionalbörsen
2. Die Transaktionsleistung der britischen Börsen schließt grundsätzlich den Service eines market makers mit ein, man kann ihn nicht wie an anderen Börsen umgehen; Ariel und andere außerbörsliche britische Märkte bieten Transaktionsleistungen ohne Market-maker-Service an
3. Beim Handel in Anleihen in anderen Ländern ist es mit dem Market-maker-Service gewöhnlich genau umgekehrt wie in Großbritannien, er ist im außerbörslichen Handel die Regel, im börslichen kennt man ihn nicht
4. Die Finanzdienstleistungen im Handel nichtbörsennotierter Titel sind im allgemeinen anderer, meist minderer Qualität als die im Börsenhandel; Kurse haben dort oft eine schwache Basis, und es ist daher gute Praxis, sie nur in Form von Spannen zu verbreiten

Das letzte Beispiel zeigt, daß Qualitätsunterschiede mit den typischen Umsatzmerkmalen eines Titels verbunden sein können. Auf Prestige bedachte Börsen wie die amerikanischen verzichten daher darauf, Transaktionsleistungen für Titel mit geringen Umsätzen anzubieten. Die deutschen Börsen sind aus einem anderen Grund daran gehindert, solche Transaktionsleistungen zu erstellen: Die Rechtsordnung verknüpft mit dem amtlichen Börsenkurs bestimmte Rechte, die nur dann sinnvoll sein können, wenn dieser Kurs eine zuverlässige Basis ist. Daher wird der

Handel in einer Gruppe von Werten nicht börslich organisiert oder wenigstens nicht offiziell börslich organisiert, die in anderen Ländern in den Börsenhandel einbezogen wären.

Wenn börsennotierte Werte nicht außerbörslich, sondern an mehreren inländischen Börsen gehandelt werden, treten die Qualitätsunterschiede der Transaktionsleistungen im allgemeinen weniger deutlich hervor. Zwar sind die Handelsverfahren solcher Börsen meist nicht vollkommen identisch, und die Umsatzmerkmale eines Titels können an verschiedenen Plätzen unterschiedlich sein, so daß der Titel verschiedenen innerbörslichen Segmenten zugeordnet wird, aber diese Unterschiede dürften wenig zur Erklärung des parallelen inländischen Börsenhandels beitragen. Das gilt auch für das Argument, daß es besonders größere Anleger vorziehen, wenn ihre Aufträge bis zur Ausführung am Platz in den Händen ihres örtlichen Effektenbankiers bleiben. Manchmal sind jedoch die Musterverträge der Börsen so verschieden, daß sie anders als die bisher erwähnten Unterschiede die Position, die ein Anleger durch eine Transaktion erhält, nicht nur marginal, sondern ganz entscheidend prägen, nämlich dann, wenn sie eine Erfüllung der Verträge erst "per Termin" oder nur bedingt vorsehen. Die jüngsten amerikanischen Entwicklungen zeigen, daß durchaus ein Qualitätswettbewerb zwischen Börsen möglich ist, der über die Qualität der Transaktionsleistungen hinaus auch die Gestaltung von Effektenpositionen in einer Weise besorgt, daß solche Positionen den Präferenzen bestimmter Anleger besser entsprechen.

In diesem Licht kann auch der Handel ausländischer Titel an inländischen Börsen gesehen werden. Wegen der international stärker als im nationalen Rahmen ausgeprägten Qualitätsdifferenzen der Transaktionsleistungen fallen zwar auch diese Unterschiede ins Gewicht, besonders wegen anderer Erfüllungstermine und anderer Sicherungen gegen Transaktionsrisiken. Primär bietet eine Börse mit ausländischen Werten aber inländischen Anlegern einen einfachen Zugang zu Positionen an,

die sich aus einer Fremdwährungsposition und einer Effektenposition zusammensetzen. Solche Positionen werden häufig interessante Ergänzungen inländischer Portefeuilles sein. Wie im ersten Teil ausgeführt wurde, berührt jeder Transaktionsservice die Interessen der Emittenten. Für den Handel eines Titels an Auslandsbörsen gilt dies in besonderem Maße, wenn er dem Emittenten den Zugang zu einem großen und effizienten Kapitalmarkt öffnet.

B. BEWERTUNG AUSGEWÄHLTER FORMEN SEGMENTIERTER ZIRKULATIONSMÄRKTE

Die Gründe dafür, warum Effekten auf verschiedenen Marktsegmenten gehandelt werden, sind in den letzten Abschnitten erarbeitet worden. Hier soll nun die Frage beantwortet werden, wie die Segmentierung zu bewerten ist. Als Kriterium wird dienen, ob die Segmentierung die Effizienz der Marktorganisation, die Verfahrenseffizienz, im Ausführungsbereich erhöht oder nicht. In Teil 1 ist gezeigt worden, daß die Verfahrenseffizienz ein Kriterium darstellt, das den Interessen der Anleger und Emittenten gerecht wird und auch denen der Effektenhandelsbetriebe, wenn sie Wettbewerb auf den Märkten für ihre Dienstleistungen akzeptieren. Da diese Untersuchung auf den Ausführungsbereich ausgerichtet ist, brauchen nicht alle Elemente der Verfahrenseffizienz berücksichtigt zu werden. Es reicht aus, wenn der Einfluß der Segmentierung deutlich gemacht wird auf

1. die Kosten des Suchens nach dem günstigsten Kontrahenten und auf die Kosten des Abschlusses
2. die Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken
3. die transaktionsbedingten Informationskosten der Anleger
4. die Kosten sofortigen Abschlusses.

Die transaktionsbedingten Informationskosten der Anleger werden auf S. 27 zwar dem Informations- und Entscheidungsbereich zugeordnet, da aber mit der Information über die Marktlage ein Teil der Daten, die ein Anleger bei seiner Entscheidung benötigt, im Ausführungsbereich produziert wird, müssen diese Kosten hier mit berücksichtigt werden.

Die Analyse der Entstehungsgründe verschiedener Marktsegmente hat bereits erkennen lassen, daß eine Globalbewertung der Segmentierung nicht sinnvoll sein kann. Dem Leser ist allerdings auch nicht zumutbar, daß alle theoretisch denkbaren oder tatsächlich existierenden Segmentformen ausführlich bewertet werden. Es geht hier lediglich um die Bewertung einiger wichtiger Grundformen der Segmentierung, die weder taxonomisch noch willkürlich, sondern von der Aufgabenstellung dieser Arbeit her ausgewählt werden sollen. Referenzsystem ist ein integrierter Zirkulationsmarkt eines Landes, kurz, eine Zentralbörse. Eine Zentralbörse kann homogen oder in verschiedene Segmente aufgeteilt sein. Beide Lösungen sollen zunächst einander gegenübergestellt werden. Dadurch läßt sich eine Reihe grundsätzlicher Fragen klären, und daraus wird sich dann die Vergleichsbasis für die Bewertung einiger realistischerer Typen segmentierter Zirkulationsmärkte ergeben.

I. VOR- UND NACHTEILE EINER SEGMENTIERTEN GEGENÜBER EINER HOMOGENEN ZENTRALBÖRSE

Es wird von einer imaginären Zentralbörse ausgegangen. Das Management der Börse habe sich zum Ziel gesetzt, daß nach einigen Jahren alle Effektengeschäfte des Landes freiwillig an der Zentralbörse abgeschlossen werden. Es sollen dann der Zentralbörsenzwang aufgehoben und auch alle anderen Wettbewerbsbeschränkungen im Effektenhandel beseitigt werden. In dem betrachteten Land gibt es ein Dutzend Wertpapiere mit extrem hohen täglichen Umsätzen, mehrere hundert Titel werden nur wenige Male im Jahr umgesetzt; eine große Zahl weiterer Werte hat Umsatzmerkmale, die dazwischen liegen. Einfachheitshalber wird offengelassen, wie die Mitgliedschaft der Börse zusammengesetzt ist, insbesondere ob market makers oder mitgliederprovisionsorientierte Händler starken Einfluß auf das Management ausüben können. Eine Automatisierung des Handels soll zunächst nicht realisierbar sein; elektronische Datenverarbeitungssysteme zur Weiterleitung von Auftrags- und Abschlußdaten

seien dagegen hinreichend entwickelt.

Im vorigen Abschnitt ist bereits deutlich geworden, daß Spezialverfahren, die auf die Umsatzmerkmale eines Titels zugeschnitten sind, die Kosten des Suchens nach einem Kontrahenten gegenüber einem Universalverfahren reduzieren dürften. Es gibt kein befriedigendes Universalverfahren, nicht einmal für Transaktionen normalen Umfangs, die im Zentrum dieser Arbeit stehen und auf die sich daher die folgenden Ausführungen konzentrieren. Als Universalverfahren kommen nur ein Gesamtkursverfahren und ein Handel über market makers in Betracht.

Gesamtkursverfahren werden indessen an keiner großen Börse in einheitlicher Form für umsatzstarke und umsatzschwache Titel angewandt. Für umsatzschwächere Titel genügt ein errechneter Einheitskurs. Die Übertragung der Kursermittlung auf - im häufigen Extremfall - einen einzigen Händler oder Börsenangestellten hilft die Zeit auf ein Minimum zu reduzieren, die ein Händler zur Suche des günstigsten Kontrahenten und für den Abschluß braucht (vgl. Anhang 2). Die Märkte der Titel, auf denen Verfahren dieser Art angewandt werden, seien Segment 2 genannt. In sehr umsatzstarken Werten ändern sich jedoch Nachfrage und Angebot so rasch, daß eine Errechnung eines Kurses ohne Computer, in den alle Gebote und Aufträge von den Mitgliedern selbst laufend eingegeben werden und auch geändert werden können, schon vor Ende der Rechnung eine neue erforderlich macht. Aus diesem Grund verwenden die Tokyoter und die Pariser Börse für solche Werte spezielle Gesamtkursverfahren (Segment 1). Die NYSE kennt solche Verfahren nicht und hat deshalb häufig die bekannten Schwierigkeiten, die Eröffnungskurse gleich zu Beginn der Börsensitzung zu bestimmen und mit anderen von Zeit zu Zeit auftretenden Spitzen im Auftragsaufkommen fertig zu werden, sehr zur Freude ihrer Konkurrenzbörsen, die dann Umsätze an sich ziehen können, da sie zwar nach dem Verfahren der NYSE handeln, aber sehr viel geringere Auftragsvolumina zu bewältigen haben. So können sie Spitzenbelastungen besser abfangen.

Wenn sich das Management der Zentralbörse für Gesamtkursverfahren entscheidet, dann wird es schon aus diesen Überlegungen heraus nicht einen homogenen Ausführungsbereich, sondern wenigstens zwei verschiedene Segmente einrichten. Sollte die Börse den gesamten Handel über market makers abwickeln wollen, so zwänge sie alle anderen Händler und Anleger, bei jeder Transaktion die Finanzdienstleistung "sofortiger Abschluß" in Anspruch zu nehmen. Selbst wenn der Preis hierfür bei umsatzstarken Werten Null wäre, d.h. der market maker ließe sein bid und ask zusammenfallen und die Parteien könnten sich die Seite aussuchen, wäre doch im Vergleich zu anderen Einzelkursverfahren und zu Gesamtkursverfahren, die auf dem Auktionsprinzip basieren (vgl. Anhang 2), in vielen Fällen eine zusätzliche und überflüssige Partei eingeschaltet. Schon hieraus ergibt sich, daß die Spanne nie Null werden wird (vgl. Anhang 3). Eine Konkurrenzbörse könnte diesen Nachteil eines market-maker-basierten Einzelkursverfahrens nutzen, wie das in London geschehen ist. Unter dem Aspekt der Kosten des Suchens nach dem günstigsten Kontrahenten und der Kosten des Abschlusses ist eine segmentierte Zentralbörse einer homogenen überlegen.

Auch im Lichte der Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken erscheint eine segmentierte Zentralbörse vorteilhafter. Der Schutz - besonders der Anleger - vor Realisationsrisiken im börslichen Ausführungsbereich wird grundsätzlich durch Konkurrenz der Gebote erreicht, sei es durch Konkurrenz von market makers, sei es, daß diese Konkurrenz bereits in den auf dem Auktionsprinzip basierenden Handelsverfahren, besonders in den Gesamtkursverfahren, impliziert ist. Es ist nun durchaus möglich, daß der Umsatz eines Wertes zwar ausreicht, um zwei oder drei market makers zu gewinnen, aber nicht genügend Aufträge für eine zuverlässige Gesamtkursermittlung bietet. Die Charakteristika der umsatzschwächsten Nasdaq-Werte legen nahe, daß es solche Werte gibt. Schon deshalb könnte ein Segment 3 aus Anlegerschutz-Überlegungen heraus sinnvoll sein, dessen Werte allein über market makers gehandelt werden. In vielen noch

umsatzschwächeren Werten, wie sie an allen europäischen Börsen häufig zugelassen sind, kann höchstens ausnahmsweise mit Anlegerschutz durch Konkurrenz gerechnet werden. Hier müssen daher auf jeden Fall starke zusätzliche Sicherungen in die Organisation des Börsenhandels eingebaut werden, besonders um vereinzelt hereinkommende Aufträge vor Gegendisposition zu schützen (Segment 4). Auch der französische Versuch, einige sehr umsatzschwache Werte des Pariser Horscote-Marktes über market makers zu handeln (procedure speciale) zeigte - wie schon die Segmentierung des OTC-Marktes in den Vereinigten Staaten -, daß solche Werte für einen Handel über market makers nicht geeignet sind und daß eine große Zahl von Titeln einem vierten Segment zugeordnet werden muß.

Die ventes publiques in Brüssel und die Efterbørs in Kopenhaben sind gute Beispiele dafür, wie ein angemessener Schutz der Anleger im Segment 4 erreicht werden kann. Solche verfahrensmäßigen Sicherungen beanspruchen im Vergleich zur einfachen gelegentlichen Errechnung von Kursen zusätzliche Händlerzeit, und beim belgischen Beispiel fallen außerdem zusätzliche Kosten für den Druck und die Verbreitung von Angebotslisten an. Diese Kosten sind im Einzelfall gegen die erwartete Reduktion der Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken abzuwägen. Es ist durchaus möglich, daß solche Überlegungen unter diesem zweiten hier relevanten Aspekt der Verfahrenseffizienz eine Aufspaltung des Marktsegments für umsatzschwache Werte nahelegen, also zu einer weitergehenden Segmentierung führen als sie unter dem ersten Aspekt notwendig schien. Da auf dieses Ergebnis, das bereits an diesem Punkt der Analyse plausibel ist, zurückzukommen sein wird, sei es kurz "Grundstruktur A" genannt. Grundstruktur A ist durch die Segmente 1 - 4 gekennzeichnet. Die Gründe, die für die Segmente 2 und 4 sprechen, sind sehr stark. Segment 1 ist nur notwendig, wenn es tatsächlich extrem lebhaft gehandelte Titel gibt. Segment 3 kann zunächst nicht zwingend begründet werden.

Um Mißverständnissen vorzubeugen, sei ausdrücklich vermerkt: Sicherungen gegen Realisationsrisiken im Ausführungsbereich manifestieren sich weder allein in besonderen Handelsverfahren, noch sind sie auf den Marktsegmenten überflüssig, auf denen normalerweise eine intensive Konkurrenz von Geboten besteht. Vielmehr sind auch andere Sicherungen möglich und auf allen Marktsegmenten verwendbar. Derartige Sicherungen sind an der NYSE besonders ausgeprägt. Teils richten sie sich gegen mehrere Realisationsrisiken gleichzeitig, z.B. durch Kursstabilisierungsversuche und durch den Abbau von Präferenzen der Börsenhändler durch andere Mittel als durch Konkurrenz, teils richten sie sich direkt gegen einzelne Realisationsrisiken. Diese Sicherungen prägen das Handelsverfahren nicht, sie setzen besondere Akzente. Durch Kontrolle, Belohnungen und Strafen kann besonders das Börsenmanagement diesen Akzenten Gewicht verleihen. Manche Sicherungen sind einzeln genommen für den Anleger nicht interessant, z.B. daß der cross eines specialist für eigene Rechnung der nachträglichen Zustimmung durch den broker des Auftraggebers bedarf. Andere würden versierte Anleger durchaus als besondere Finanzdienstleistungen zu kaufen bereit sein, z.B. die Verpflichtung des Händlers, Kundenaufträge vor eigenen niedriger limitierten Aufträgen an den Markt zu bringen (d.h. auf Mitlaufen zu verzichten), oder die Ausführung nach allgemeinen Rangfolgeregeln, die Vorränge für Anleger vorsehen. Da sie aber ähnlich wie Sicherheitsgurte für Autos nicht von jedermann freiwillig gekauft werden, liegt die Frage auf der Hand, ob man die Produktion derartiger Finanzdienstleistungen nicht mandatorisch machen sollte (vgl. S. 19 f.). Dieser Komplex kann jedoch hier nicht weiter entwickelt werden. Für die Frage nach den Vor- und Nachteilen einer homogenen Zentralbörse gegenüber einer segmentierten sind die angedeuteten Sicherungen nicht relevant, da sie in beiden Fällen in das Handelsverfahren eingebaut werden können.

Die transaktionsbedingten Informationskosten der Anleger sind der dritte Aspekt, der bei der Beurteilung der Verfahrens-

effizienz berücksichtigt werden muß. Relevant ist hier lediglich die Frage der effektiven und effizienten Produktion grundlegender Informationen über die Marktlage, nicht aber deren Verwendung. Welche Angaben in welcher Aufbereitung einerseits die Entscheidung der Anleger erleichtern und andererseits für die Kontrolle der Börsenmitglieder durch die Anleger selbst besonders zweckmäßig sein könnten, ist vom Zentralbörsentyp unabhängig und braucht nicht erörtert zu werden. Für welchen Zentralbörsentyp sich das Management auch entschiede, alle Marktinformationen wären in seiner Hand, und es könnte dafür sorgen, daß Informationen über aktuelle Gebote, über die letzten Kurse und Umsätze den Anlegern zugänglich sind. Allerdings wurde eingangs dieses Abschnitts bereits auf die gelegentlichen Schwierigkeiten der NYSE hingewiesen, kurz nach Beginn der Börsensitzung den Eröffnungskurs zu ermitteln. In einigen Fällen konnte deshalb den ganzen Vormittag über an der NYSE nicht gehandelt werden, und es gab somit auch keine Informationen über die Marktlage an der NYSE. Ein Anleger, der in dem betroffenen Wert eine Transaktion plante, mußte daher entweder auf Kursinformationen verzichten oder sie von anderen Märkten beschaffen, was zusätzliche Kosten implizierte, solange weder ein consolidated tape noch ein composite quotations system existierte. Der Aspekt der Informationskosten unterstreicht in solchen Extremfällen die Bedeutung einer den Umsatzmerkmalen angemessenen Handelstechnik für die Verfahrenseffizienz und legt genau wie die Überlegungen zum ersten Aspekt ein spezielles Segment für die umsatzstärksten Titel nahe, anders ausgedrückt, die Aufteilung des Marktes umsatzstarker Werte auf Segment 1 und Segment 2. Für umsatzschwächere Werte gelten ähnliche Überlegungen. Es ist denkbar, daß ihr Handel über market makers zu einem kontinuierlicheren Strom von Informationen über aktuelle Geld- und Briefkurse führt als ihr Handel zu Gesamtkursen, bei dem unter Umständen von Zeit zu Zeit entweder überhaupt keine oder keine marktgerechten Gebote vorliegen. Der Aspekt der transaktionsbedingten Informationskosten liefert damit auch ein zusätzliches Argument für Segment 3.

Der vierte Aspekt, die Kosten sofortigen Abschlusses, führt zu einer Reihe wichtiger Fragen. Zunächst muß sich das Börsenmanagement entscheiden, wie weit es den Wünschen der Anleger und Händler, zu beliebigen Zeitpunkten des Tages zu handeln, entgegenkommen soll. Räumt es solchen Wünschen eine sehr hohe Priorität ein, so wird es den fortlaufenden Handel zu Einzelkursen stark absichern, wahrscheinlich durch market makers und dann möglicherweise durch Verzicht auf Gesamtkurse und im Extremfall sogar durch Market-maker-Zwang. Die Segmente 1 - 3 müßten dann möglicherweise einem einzigen homogenen Segment weichen. Market-maker-Zwang, wie ihn das Börsensystem im Vereinigten Königreich und in der Republik Irland für die meisten Werte kennt, setzt die market makers dem vollständigen Auftragsstrom aus und erleichtert es daher, Positionen schnellstmöglich abzubauen, anders ausgedrückt, Jobberzwang reduziert das Risiko der market makers und senkt damit die Kosten der Produktion der Finanzdienstleistung "sofortiger Abschluß". Der Verzicht auf Gesamtkurse hat eine ähnliche Wirkung. Ob dieser Vorteil für den market maker auf die Kosten sofortigen Abschlusses für den Anleger durchschlägt, hängt primär von der Konkurrenz ab, der ein market maker ausgesetzt ist, sei es durch market makers im selben Titel, sei es durch limitierte Aufträge (nicht möglich bei Market-maker-Zwang), sei es durch die Konkurrenz von market makers in vergleichbaren Titeln.

Wie im ersten Teil ausgeführt, kommt es nicht darauf an, die marktorganisationsbestimmten Kosten in jeder einzelnen Kategorie zu minimieren, sondern die Summe dieser Kosten im Ausführungsbereich muß minimal sein, und zwar für die Transaktionsleistungen, die von den Anlegern hier nachgefragt werden. Sind alle Anleger zufrieden, wenn sie in jedem Titel wenigstens einmal pro Tag handeln können, so wird die Leistung "sofortiger Abschluß" für die Bestimmung der optimalen Segmentierung der Zentralbörse nicht berücksichtigt. Dann gilt das Ergebnis "Grundstruktur A", das nach den Überle-

gungen zu den ersten beiden Aspekten erreicht wurde. Wollen aber alle oder nahezu alle Anleger sofortigen Abschluß zu beliebigen Zeitpunkten, so müssen die relevanten marktorganisationsbestimmten Kosten die Kosten des sofortigen Abschlusses stets miteinbeziehen. Ihre Reduktion durch Market-maker-Zwang kann Mehrkosten für die Kosten des Abschlusses kompensieren, die ein Handel zu Einzelkursen über market makers gegenüber einem Handel zu Gesamtkursen nötig macht. Das Börsenmanagement muß sich also zunächst über den Anteil der Anleger klar sein, die den sofortigen Abschluß vorziehen und bereit sind, dafür zusätzliche Transaktionskosten zu akzeptieren. Erst danach kann es versuchen, die optimale Segmentierung und die Ausgestaltung der Segmente zu bestimmen.

Ein gewisses Indiz für den Anteil von Anlegern, die sofortigen Abschluß wünschen, ist der Anteil der unlimitierten Aufträge an allen Aufträgen. Allerdings ziehen Effektenhandelsbetriebe unlimitierte Aufträge aus Kostenerwägungen grundsätzlich vor und tendieren dazu, die Kunden zu veranlassen, solche Aufträge zu erteilen, z.B. durch höhere Provisionen für limitierte Aufträge. Schon deshalb sind nicht nur diejenigen bereit, auf den Abschluß zu warten, die Limitorders erteilen. Für den Anteil der Limitorders liegen im allgemeinen keine Zahlen vor, er ist aber wohl auf jeden Fall erheblich. An der NYSE ist an jedem zweiten oder dritten Abschluß eine Limitorder beteiligt. Dieses Indiz berücksichtigt nicht, daß gerade die größeren Aufträge meist limitiert erteilt werden. Es hieße daher die Bildung von Konkurrenzmärkten herausfordern, käme das Börsenmanagement den warteunwilligen Anlegern entgegen und verzichtete somit darauf, den wartewilligen die niedrigstmöglichen Abschlußkosten zu sichern, wenn es also die zweite Gruppe die erste subventionieren ließe. Der Market-maker-Zwang impliziert aber gerade das.

Ohne genaue Kenntnis der Anlegerpräferenzen dürfte es am besten sein, von Grundstruktur A auszugehen, da sie die wartewilligen Anleger nicht dazu zwingt, die warteunwilligen Anleger zu subventionieren. Diese Struktur ist daher in der Weise zu ergänzen, daß jederzeit Abschlüsse möglich sind. Das Auftragsaufkommen von warteunwilligen Anlegern bestimmt zum einen die Länge der Börsenzeit, zum anderen die Art, in der Grundstruktur A ergänzt wird. Solche Ergänzungen sind u.U. gar nicht nötig. In Segment 1 kann bereits eine Abfolge von Gesamtkursen in kurzen Intervallen vorgesehen sein, wie beim japanischen Gekitaku-Verfahren. Sie sind auch nicht nötig in dem Segment 3 von Grundstruktur A, in dem zur Reduktion von Transaktionsrisiken ohnehin market makers eingesetzt sind. Segment 3, das bisher nicht zwingend begründet werden konnte, erhielte durch einen hohen Anteil warteunwilliger Anleger eine starke zusätzliche Begründung. In Werten des Segments 4 kann ein Anleger keinen sofortigen Abschluß erwarten.

Die Frage nach zusätzlichen Strukturelementen, die warteunwilligen Anlegern einen sofortigen Abschluß ermöglichen, ist daher primär für das Segment 2 und mit Einschränkung auch für das Segment 1 relevant. Man wird hier neben den Gesamtkursen auch Einzelkurse zulassen. Bei einer sehr großen Zahl von Transaktionen kann es sinnvoll sein, einen oder mehrere market makers zu rekrutieren, wie es das Beispiel der CBOE zeigt. Geringere Umsätze können immer noch ausreichen, einen spannen- und mitgliederprovisionsorientierten Händler zu tragen, der mit unterschiedlicher Aufgabenstellung an einer Reihe von Börsen auftritt, als specialist, als hoekman oder als Kursmakler. Oder man kann es ausschließlich beliebigen wartewilligen Anlegern und/oder Händlern überlassen, mit ihren Geboten für Warteunwillige als potentielle Gegenparteien bereitzustehen,

sei es wie in Brüssel mit Hilfe eines "open book", sei es mit Hilfe des "closed book" eines Saitori, sei es ohne book wie in Italien. Wenn immer Strukturelemente dieser Art zu beobachten sind, sei im folgenden von einer "modifizierten Grundstruktur A" gesprochen.

Die Modifikationen besonders des Segments 2 durch Einführung von Einzelkursen können allerdings zusätzliche Realisationsrisiken für warteunwillige Anleger bedingen. Beim Handel zu Einzelkursen ohne (konkurrierende) market makers ist es hier z.B. durchaus möglich, daß ein Auftrag zu dem einzigen Gebot führt, das überhaupt am Markt ist, so daß es deshalb oder aus anderen Gründen keinen Schutz durch konkurrierende Gebote auf der Gegenseite erhält. Eine Antwort auf Probleme dieser Art können zusätzliche spezifische Anlegerschutzmaßnahmen wie an der NYSE sein, deren Kosten im allgemeinen nicht von den warteunwilligen Anlegern allein, sondern von allen Börsenbenutzern getragen werden. Es ist daher denkbar, daß für solche Fälle die Ausdehnung des Segments 3 zu Lasten des Segments 2 die effizientere Lösung darstellt. Eine dritte Lösung wäre der grundsätzliche Verzicht auf Einzelkurse in all den Werten des Segments 2, in denen beim Handel zu Einzelkursen keine Konkurrenz der Gebote gewährleistet ist. Ausnahmsweise könnte stets dann temporär zu Einzelkursen gehandelt werden, wenn wegen eines plötzlich höheren Auftragsaufkommens die Konkurrenz von Geboten gesichert ist, wenn es also tatsächlich etliche warteunwillige Anleger und Händler gibt. Diese flexible und effiziente Lösung wird in Amsterdam praktiziert ("opengaan van gesloten hoeken").

Damit hat die Analyse einen Stand erreicht, der es erlaubt, die gestellte Frage zu beantworten. Nur für den Extremfall, daß es keine oder fast keine wartewilligen Anleger gibt, kann die Berücksichtigung der Kosten sofortigen Abschlusses dazu führen, daß die Grundstruktur A als zu stark segmentiert

verworfen wird. Dann empfiehlt sich möglicherweise eine Grundstruktur B aus zwei Segmenten, einem Segment für alle Werte, die market makers finden, und einem für alle anderen. Nur sehr detaillierte Untersuchungen relevanter Kosten könnten spezifizieren helfen, ob die Grundstruktur B überhaupt überlegen sein kann und wenn ja, ab welchem (hohen) Mindestanteil von Warteunwilligen. Solche Untersuchungen würden den Rahmen dieser Arbeit sprengen. Die Struktur der meisten Börsen legt jedoch die Vermutung nahe, daß mit einer modifizierten Grundstruktur A auf sehr effiziente Weise der Nachfrage nach beiden Typen von Transaktionsleistungen entsprochen werden kann. Eine modifizierte Grundstruktur A verletzt auch den Grundsatz nicht, daß wartewillige Anleger nicht gezwungen werden sollen, die warteunwilligen zu subventionieren.

Abschließend seien noch einige Randprobleme gestreift. Zur Entlastung des Segments 1 und des oberen Teils von Segment 2 kann ein Sondersegment für Kleinaufträge sehr sinnvoll sein. Hiermit kann das Börsenmanagement, wie das französische und das belgische Beispiel zeigen, eine Differenzierung der Musterverträge verbinden und damit den Spielraum einer potentiellen Konkurrenz durch andere Marktorganisatoren verringern. Aus demselben Grund könnten auch Segmente für verschiedene Formen des bedingten Termingeschäfts eingerichtet werden. Da die Segmentierung dieser Art nicht im Zentrum dieser Untersuchung steht, wird sie nicht wieder aufgegriffen. Schließlich könnten noch Blocksegmente notwendig sein für solche Blocks, die im normalen Börsenhandel nicht gehandelt werden können oder genauer, deren Käufer oder Verkäufer dort so hohe Kosten sofortigen Abschlusses hinnehmen müßten, daß sich ein spezieller Transaktionsservice bezahlt machen würde, der diese Kosten ganz oder teilweise verhindert und

selbst weniger kostet. Wie besonders die Ausführungen zum Blockgeschäft in den Vereinigten Staaten gezeigt haben, muß ein solcher spezieller Blockservice außerbörslich ansetzen. Die Integration des Blockhandels ist daher ähnlich gelagert wie das Problem der Integration von Parallelmärkten, das im übernächsten Abschnitt behandelt wird.

Endlich stellt sich die Frage, ob es denn möglich sein kann, daß eine segmentierte Zentralbörse gar keine Nachteile haben soll; bis zu diesem Punkt konnten nur ihre Vorteile gegenüber einer homogenen Zentralbörse herausgearbeitet werden. Die bisherigen Überlegungen stellten auf die abschlußabhängigen oder wenigstens direkt von der Zahl und vom Umfang der Abschlüsse her erklärbaren Komponenten ab, auf eine Art variable Kosten der Produktion von Transaktionsleistungen. (Hier von variablen Kosten zu sprechen hat allerdings nur dann Sinn, wenn man dem Konzept dieser Arbeit folgt und berücksichtigt, daß die Gesamtleistung, die den Transaktionskosten gegenübersteht, sich aus Komponenten zusammensetzt, die teils die Börse, teils andere Effektenhandelsbetriebe, teils die Aufsichtsbehörden und teils die Anleger selbst produzieren.) Bei den Kosten der Suche nach dem günstigsten Kontrahenten und den Abschlußkosten sowie bei den Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken sind nun zweifellos auch fixe Kosten zu berücksichtigen, insbesondere die Kosten der Börse selbst und die der Börsenaufsicht. Da eine segmentierte Börse komplexer ist als eine homogene, mögen diese Kosten etwas höher sein als im Fall der homogenen Zentralbörse. Allerdings ist der Grad der Komplexität sicher nicht so viel größer, als daß man für eine segmentierte Zentralbörse deutlich intelligentere und höher qualifizierte Mitarbeiter bräuchte. Die zusätzlichen Kosten dürften sich daher in engen Grenzen halten und leicht durch die Reduktion der "variablen Kosten" über-

kompensierbar sein. Einen weiteren möglichen Nachteil der segmentierten Zentralbörse mag man darin sehen, daß regelmäßig überprüft werden muß, ob die Umsatzmerkmale eines Titels sich verändert haben und ob er noch dem richtigen Segment zugeordnet ist. Da diese Arbeiten einerseits die Fixkosten des Börsenmanagements geringfügig erhöhen können, andererseits aber die variablen Kosten reduzieren, gilt das soeben Gesagte auch hier.

Damit ist die Frage beantwortet, ob eine homogene oder eine segmentierte Zentralbörse die bessere Lösung im Sinne der Verfahrenseffizienz darstellt. Die Analyse hat die Überlegenheit einer segmentierten Börse ergeben. Es bleibt nur noch zu entscheiden, welche Form der Zentralbörse als Referenzsystem für die Beurteilung von Zirkulationsmärkten mit außerbörslichen Segmenten und mit mehreren Börsen dienen soll. Referenzsystem im nächsten Abschnitt soll eine Zentralbörse mit der Grundstruktur A sein. Sie schließt in den Segmenten 3 und 4 den Typ B ein und basiert auf allgemeineren Annahmen hinsichtlich des Anteils von Warteunwilligen, der Umsatzmerkmale der gehandelten Werte und der Provisions- und Spannenorientierung der Händler.

II. VOR- UND NACHTEILE DER VERTIKALEN AUFGLIEDERUNG EINER SEGMENTIERTEN ZENTRALBÖRSE

Auf den letzten Seiten ist besonders deutlich geworden, daß man zwei Arten von Segmentierung unterscheiden kann: eine vertikale Segmentierung, wie sie in den Segmenten 1 - 4 oder ihren Äquivalenten in der realen Welt zum Ausdruck kommt, und eine horizontale Segmentierung. Jeder Titel ist aufgrund seiner Umsatzmerkmale prinzipiell nur einem einzigen vertikalen Segment zugeordnet (vorausgesetzt, daß er nur an einem Markt, z.B. nur an einer Börse, gehandelt wird). Jedes vertikale Segment kann nun durch horizontale Segmente ergänzt sein, durch Sondersegmente für Kleinaufträge, Blocks, Termingeschäfte und durch Nebensegmente, wie Parallel- oder Konkurrenzmärkte.

Während sich der nächste Abschnitt mit Fragen der horizontalen Segmentierung, insbesondere mit dem Problem börslicher und außerbörslicher Parallelmärkte beschäftigen wird, ist dieser Abschnitt der Frage gewidmet, wie ein Zustand zu bewerten ist, bei dem die vertikalen Segmente nicht in einer Zentralbörse zusammengefaßt sind, sondern unter die Regie verschiedener Marktorganisatoren fallen, wenn also ein Teil der Werte nur an einer Börse, der andere Teil außerbörslich gehandelt wird. Die börslich gehandelten Werte können auf verschiedene Börsen verteilt sein, wie z.B. traditionell in New York auf die NYSE und die Amex oder in Frankreich auf die Pariser Börse und aut die Provinzbörsen, wobei kein Titel an mehr als einer Börse, an mehr als einem Markt gehandelt wird. Soweit die Titel an der größten Börse gehandelt werden, was allgemein für die Masse der umsatzstarken Werte zutrifft, ergibt sich kein Unterschied zur segmentierten

Zentralbörse. Dieser Abschnitt geht daher nicht auf diese führende Börse ein, sondern konzentriert sich auf die mittleren und unteren Segmente, die besondere Marktveranstalter gefunden haben. Solche außerbörslichen Marktorganisatoren konnten in allen untersuchten Ländern mit Ausnahme Dänemarks und Frankreichs beobachtet werden, börsliche Marktveranstalter für Werte der mittleren und unteren Segmente in reiner Form dagegen nur in Frankreich und in den USA.

1. Mehrere Börsen als Marktorganisatoren

Diese Fälle der Aufspaltung einer (imaginären) segmentierten Zentralbörse, wie man sie im Sinne der Fragestellung dieser Arbeit bezeichnen könnte, sind unterschiedlich gelagert. Zunächst springt der singuläre Fall der Marktteilung zwischen NYSE und Amex ins Auge. Da man in diesen Börsen, wie im letzten Abschnitt deutlich wurde, im wesentlichen Beispiele für ein modifiziertes Segment 2 sehen muß, ist die Aufspaltung sehr schwer verständlich. Zwar lassen sich dadurch aufsteigende Emittenten zweimal mit anfänglichen Zulassungsgebühren belasten und wegen der enormen Umsätze und des damit verbundenen Verkehrs mag neben denen der NYSE ein weiterer Börsensaal erforderlich sein, aber beides sind keine hinreichenden Begründungen für zwei komplette Börsenapparate in einer Stadt. Die Gründe sind eher darin zu sehen, daß die NYSE sich teils mit ihren Anforderungen bei einer größeren Zahl von Emittenten, deren Titel dem Segment 2 zuzuordnen waren, nicht durchsetzen konnte und sie auch teils selbst durch die Zulassungsbedingungen ausschloß. Dadurch blieb Raum für eine zweite Börse. Nachdem sich im Laufe der Jahrzehnte die Anforderungen beider Börsen an die Emittenten angenähert haben und nachdem heute auch die Begrenzung der Zahl der Mitglieder der NYSE wegen der Provisionsfreigabe nicht

mehr die Bedeutung hat wie früher, ist die Bewertung dieses singulären Falles aus der Sicht der Beteiligten offenbar dieselbe, wie sie das Kriterium Verfahrenseffizienz nahelegt. Da die Handelstechniken weitgehend identisch sind, ergeben sich von der Verfahrenseffizienz des Ausführungsbereiches her keine Unterschiede außer deutlich höheren Fixkosten gegenüber einer einzigen Börse wegen duplikativer Bereiche der Börsenverwaltung. Daraus resultieren höhere Kosten der Produktion der Transaktionsleistungen. Die in Aussicht genommene Fusion beider Börsen scheint daher sinnvoll. Allerdings hat dieser erste Fall wie alle weiteren auch wettbewerblich-dynamische Aspekte, die am Ende dieses Abschnittes im Gesamtzusammenhang herausgearbeitet werden.

Den zweiten Fall exemplifizieren die französischen Provinzbörsen. Die Reform des französischen Börsenwesens im Jahre 1961 beendete die Vermischung vertikaler und horizontaler Segmente, die für die kleineren Börsen der untersuchten Länder sonst allgemein bezeichnend ist. So hat auch der Fall der Aufgliederung einer segmentierten Zentralbörse in mehrere börsliche Märkte in Frankreich einen ebenso deutlichen realen Hintergrund im Bereich der unteren Segmente wie der eben behandelte Fall der Aufspaltung im Bereich der oberen Segmente in den USA. Die reinen Regionalwerte sind regelmäßig umsatzschwache Titel. Beiden Fällen gemeinsam ist das Problem zusätzlicher Börsenapparate und zusätzlicher Kosten der Börsenaufsicht gegenüber einer Situation mit einer segmentierten Zentralbörse. Diese Duplikation kann die Verfahrenseffizienz mindern. Anders als im ersten Fall scheinen hier jedoch positive Effekte auf die direkt von den einzelnen Abschlüssen her erklärbaren Transaktionskosten denkbar.

Sie werden im folgenden untersucht, indem wieder auf die vier Aspekte oder Teilelemente der Verfahrenseffizienz abgestellt wird, die für den Ausführungsbereich relevant sind.

Die Kosten der Suche nach dem günstigsten Kontrahenten und die Kosten des Abschlusses wurden früher zweifellos dadurch sehr günstig beeinflußt, daß die meisten Interessenten für Regionalwerte in der Nähe der Provinzbörsen lebten und daher die Kommunikationswege zu den Börsen kurz und kostengünstig waren. Zwar bestehen diese kurzen Kommunikationswege bis heute fort, aber ihre Bedeutung für die Kosten der Suche nach einem Kontrahenten ist immer geringer geworden und sie fallen bei elektronischen Orderdispositionssystemen wohl nicht mehr ins Gewicht. Wenn die Provinzbörsen für Werte der unteren Segmente dasselbe Handelsverfahren wie die Zentralbörse verwenden, ergeben sich hier keine weiteren positiven oder negativen Effekte, abgesehen davon, daß sich an einer Zentralbörse eine größere Zahl potentieller Interessenten für Titel aller Art aufhält und daß es so gelegentlich leichter sein mag, einen Kontrahenten zu finden oder auf konkurrierende Kontrahenten zu stoßen. Das gilt freilich nur dann, wenn wenigstens ein Teil der Börsenmitglieder in den betrachteten Werten für eigene Rechnung oder ohne besonderen Auftrag für Rechnung Dritter handeln darf und wenn das Handelsverfahren an der Zentralbörse eine Teilnahme solcher Händler nicht erschwert.

Kleinere Börsen pflegen jedoch häufig andere Handelsverfahren zu verwenden, als man sie an einer segmentierten Zentralbörse für Werte unterer Segmente finden würde. So werden diese Werte an den französischen Provinzbörsen zu Einzelkursen - bei genügend Aufträgen auch zu Gesamtkursen - in einer Kollektivverhandlung umgesetzt, an der grundsätzlich alle Börsenhändler des Platzes teilnehmen (à la criée), während entsprechende Werte in Paris par casier, also grundsätzlich bloß zu errechneten Gesamtkursen gehandelt werden. Solche Verfahren erhöhen zweifellos die zeitliche Belastung der Händler pro Abschluß und damit tendenziell auch die Transaktionskosten. Wenn aber schon eine Provinzbörse besteht, dann pflegen die Händler ohnehin wenig belastet zu sein und ihre Gehälter sind gewöhnlich niedriger als die, die am Sitz der potentiellen Zentralbörse zu zahlen wären.

Freilich kann von solchen aufwendigen Verfahren durchaus ein positiver Effekt auf die Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken erwartet werden, wie bereits bei der Begründung des Segments 4 ausgeführt wurde. Bei derartigen Verfahren ist die Angemessenheit des Kurses durch das Urteil einer größeren Zahl von Händlern in besonderer Weise gesichert Da dem Handel in umsatzschwachen Werten an großen Börsen allgemein geringere Aufmerksamkeit gewidmet wird als an Provinzbörsen, ergibt sich hier ein Argument für Börsen mit ausschließlicher Zuständigkeit wenigstens für das unterste Segment. Dieses Argument kann nicht stechen, wenn die Zentralbörse, die ja als Vergleichsbasis dient, "korrekt" segmentiert ist, also die "richtigen" Handelsverfahren für die an ihr gehandelten Werte entwickelt hat. Das Argument weist daher in die Richtung eines Wettbewerbs von Marktorganisatoren, in dem sich erst herausstellen muß, wer - unter Umständen gestützt durch besondere Produktionsbedingungen - das "richtige" Verfahren gefunden hat und daher die konkurrenzfähigeren Transaktionsleistungen anbieten kann.

Von den transaktionsbedingten Informationskosten der Anleger her ergeben sich keine nennenswerten Vor- oder Nachteile gegenüber einer segmentierten Zentralbörse, abgesehen von der bereits erwähnten Duplikation von Einrichtungen. Unter dem Aspekt der Kosten sofortigen Abschlusses lassen sich keine deutlichen Vor- oder Nachteile erkennen.

Insgesamt gesehen scheint auch der zweite Fall der vertikalen Aufteilung des Zirkulationsmarktes auf mehrere Börsen gegenüber einer segmentierten Zentralbörse die Verfahrenseffizienz des Zirkulationsmarktes nicht zu erhöhen. Zwar wäre eine Zentralbörse möglicherweise besonders im Bereich des Segmentes 4 nicht angemessen organisiert und zusätzliche Börsen könnten diesen Mangel beheben. Jedoch würde dieser Vorteil der Aufspaltung wegen der geringen Umsätze im untersten Segment in den seltensten Fällen den Nachteil zusätzlicher Kosten wegen der Duplikation von Börseneinrichtungen aufwiegen. Es ist daher zu befürchten, daß solche Börsen für das unterste Segment sich finanziell nicht selbst tragen können, da weder Anleger noch Emittenten bereit wären, kostendeckende Provisionen bzw. Zulassungsgebühren zu zahlen. So sind die französischen Provinzbörsen auf Zuschüsse angewiesen und die Pariser Börse muß sogar höhere Zulassungsgebühren als die Provinzbörsen verlangen, um einen Anreiz für die Notiz in der Provinz zu schaffen. Es soll nicht übersehen werden, daß solche Börsen und ihre Mitglieder über ihre Transaktionsleistungen hinaus besondere Finanzdienstleistungen im Sinne von financial public relations für regionale Werte erbringen, daß sie das Standing von Nebenplätzen als Finanzzentren verbessern und häufig eine jahrhundertealte

Tradition fortführen. Darüber hinaus mögen sie wie andere instrumentelle Organisationen über ihren primären Zweck hinaus weitere wichtige Funktionen erfüllen. All dies rechtfertigt aber nicht, daß die Börsen für untere Segmente zu Kostgängern der Emittenten und Anleger der oberen Segmente werden. Grundsätzlich sollten sich auch solche Börsen wettbewerblich behaupten können und Transaktionsleistungen konkurrenzfähiger Qualität zu Wettbewerbspreisen anbieten. Sollte die börsliche Produktion derartiger Transaktionsleistungen nicht möglich sein, sei es mit Hilfe einer Zentralbörse oder mehrerer Börsen, erscheint es besser, andere Formen der Marktorganisation ins Spiel kommen zu lassen.

2. Börsliche und nichtbörsliche Marktorganisatoren

Der dritte Fall der Aufgliederung des Zirkulationsmarktes, der hier behandelt werden soll, unterscheidet sich dadurch von einer segmentierten Zentralbörse, daß es neben einem oder mehreren börslichen auch nichtbörsliche Marktorganisatoren gibt, die sich unterschiedlichen vertikalen Segmenten widmen . Hier wird auf die Frage eingegangen, welche Vor- und Nachteile es hat, wenn nicht eine Zentralbörse oder mehrere Börsen alle Segmente organisieren, sondern wenn stattdessen einige Segmente von einer oder mehreren Börsen, andere dagegen von nichtbörslichen Marktorganisatoren betreut werden. Zweifellos ist es schwierig, Börsen und nichtbörsliche Marktorganisatoren zu unterscheiden. Im Ausführungsbereich ist eine Effektenbörse dadurch gekennzeichnet, daß sie ihren Mitgliedern (Effektenhandelsbetriebe und ausnahmsweise auch bestimmte Anleger) den Abschluß von Geschäften wirtschaftlicher gestalten hilft, indem sie ihnen ausgefeilte Handelsverfahren zur Verfügung stellt, Informationen über die aktuelle Marktlage liefert und das Auffinden einer Gegenpartei akzeptabler Bonität

erleichtert. Da der Erfüllungsbereich häufig nicht von der Börse selbst, sondern von einem oder mehreren anderen Betrieben organisiert ist und da die Börsen im Entscheidungs- und Informationsbereich ihre Funktionen unterschiedlich sehen, bieten diese beiden Bereiche für eine Abgrenzung keine Hilfe; so können z.B. in London, in Brüssel und an den kleineren amerikanischen Börsen Werte ohne Zulassung gehandelt werden, während die meisten anderen Börsen neben der offiziellen Zulassung zwar noch eine Zulassung zu erleichterten Bedingungen kennen, aber anders als die genannten Börsen auf jeden Fall eine Zulassung verlangen. Daher bietet sich eine Abgrenzung vom Ausführungsbereich her an.

Die oben genannten Kriterien für den Ausführungsbereich erlauben leider ebenfalls keine klare Trennung. Wie bereits in Teil 2 ausgeführt, wären danach Ariel, Nasdaq und Eurex durchaus als Börsen zu qualifizieren und möglicherweise auch einige andere Marktorganisatoren und ihre Märkte. Hilfreich könnte es sein, entsprechend dem traditionellen Börsenbegriff auf die regelmäßige Händlerversammlung im Börsensaal abzustellen. Nasdaq und Eurex, aber auch das National Market System der USA und der Telefonhandel zwischen brokers und jobbers, der im Vereinigten Königreich und in der Republik Irland als Börsenhandel verstanden wird, zeigen jedoch deutlich, daß diesem Kriterium wenig Gewicht zukommt. Daher läge es nahe, statt auf die Unterscheidung zwischen börslich und nichtbörslich auf die Art des organisierten vertikalen Segments abzustellen. Trotzdem ist in Teil 2 dieses Kriterium verwendet worden: Der Handel, der in einem Börsensaal stattfindet, wurde als börslich eingeordnet und jeder andere Handel als außerbörslich, abgesehen vom Telefonhandel zwischen brokers und jobbers. Dieses Vorgehen erlaubt auch hier

eine sinnvolle Trennung börslicher und nichtbörslicher Marktorganisationen.

Diese terminologische Klärung legt die beiden folgenden Schritte nahe: Zunächst ist zu unterscheiden, für welche Segmente ein Handel ohne Händlerversammlung die Verfahrenseffizienz erhöhen könnte, wo also auch innerhalb einer segmentierten Zentralbörse ein Handel außerhalb des Börsensaals angebracht scheint. Erst wenn diese Vorfrage beantwortet ist, kann auf die Vor- und Nachteile einer Aufteilung der Marktveranstaltungsfunktion auf börsliche und nichtbörsliche Organisatoren eingegangen werden. Wie im Abschnitt I sei hier wieder davon ausgegangen, daß eine Automation des Handels noch nicht möglich ist. Jedoch wird auf einige Konsequenzen der Automation eingegangen, wo das bereits notwendig erscheint.

Bereits im Abschnitt I wurde deutlich, daß in den Segmenten 1 und 2 nach dem Auktionsprinzip gehandelt werden sollte. Beide Segmente kommen daher für einen Handel außerhalb des Börsensaals zunächst nicht in Betracht, da ohne Automation die persönliche Präsenz möglichst vieler Händler am Ort des Handels, z.B. in der "crowd", erforderlich ist. Dagegen lassen sich die Titel des Segmentes 3 nach den bisherigen Überlegungen am besten nach dem Market-maker-Prinzip handeln; deshalb ist hier seit der Einführung des Telefons ein Handel im Börsensaal nicht mehr erforderlich. Das gilt besonders dann, wenn es nur einen market maker gibt. Von den Kosten des Abschlusses her scheint es in diesem Falle grundsätzlich vorteilhafter, den Kontakt, der sonst zur Übermittlung der Order an das Börsenbüro der beauftragten Firma dient, direkt mit dem market maker herzustellen und abzuschließen. Da man grundsätzlich auch einen market maker im Börsensaal erreichen kann, ist dies kein Argument für einen Handel ohne Börsensaal, sondern, wie gesagt, lediglich dafür, daß im Gegensatz zu früher auch ein örtlich

dezentralisierter Handel in effizienter Weise möglich ist.

Der direkte telefonische Abschluß empfiehlt sich auch unter dem Aspekt der Transaktionsrisiken, da so ein Auftrag weniger Personen bekannt wird, wodurch sich das Risiko des Mitlaufens verringert. Bei dezentralisiertem Handel wirkt sich nachteilig aus, daß der Marktorganisator zu den Informationen über die Kurse und die Spannen der market makers keinen so leichten Zugang hat wie im Börsensaal. Zum einen können dadurch Überwachung und damit die Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken ungünstig beeinflußt werden, zum anderen kann ein Handel außerhalb des Börsensaals die zentrale Versorgung der Anleger und der market makers selbst mit aktuellen Informationen über die Marktlage erschweren. Die Gefahr unzureichender Information über die Entwicklung am Gesamtmarkt kann durchaus dazu führen, daß market makers bei dezentralisiertem Handel höhere Kurssicherungsprämien verlangen als bei Konzentration der Aktivitäten im Börsensaal, wenn auch dieser Effekt umso unwahrscheinlicher ist, in je mehr Titeln eine Market maker-Firma Positionen unterhält.

Bei herkömmlicher Kommunikationstechnik spricht daher manches für eine örtliche Konzentration auch des Handels im Segment 3. Bei einer Verbesserung der Kommunikation durch ein elektronisches Gebotsanzeigesystem, wie es mit Nasdaq realisiert ist, entfallen allerdings die genannten Nachteile, da sie primär auf den fehlenden Überblick über die aktuelle Marktlage zurückzuführen sind, der durch Systeme wie Nasdaq deutlich gegenüber der einfachen traditionellen Konzentration der Informationen im Börsensaal verbessert wird. Allerdings bieten moderne Kursinformationssysteme mancher Börsen einen ähnlich guten Überblick. Mit Nasdaq wird daher auch das Problem der Suche des günstigsten Kontrahenten bei mehreren market makers besser gelöst als durch bloße örtliche Konzentration

der market makers. Einen weiteren Vorteil örtlich dezentralisierten Handels bei elektronischer Konzentration der Information gegenüber einem örtlich konzentrierten Handel mag man darin sehen, daß die persönlichen Kontakte zwischen konkurrierenden market makers geringer und damit die Konkurrenz um Spannenerträge tendenziell schärfer werden dürfte. Da die market makers in ihrer Standortwahl bei dezentralisiertem Handel frei sind, können sie auch hierdurch ihre Kosten günstig beeinflussen, insbesondere können sich hier auch steuerliche Vorteile ergeben. Ein wichtiger Vorteil des dezentralisierten Handels ist schließlich die Möglichkeit, regionale Firmen als market makers zu gewinnen, für die eine Teilnahme am Handel in einem fernen Börsensaal nicht infrage käme. Auch auf diese Weise ergeben sich mehr Konkurrenz zwischen market makers und damit Vorteile hinsichtlich der Kosten sofortigen Abschlusses. Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß im Segment 3 bei fortschreitender Verbesserung und Verbilligung der Kommunikationsmöglichkeiten ein örtlich dezentralisierter Handel tendenziell einen höheren Grad an Verfahrenseffizienz erreichen kann als ein Handel im Börsensaal.

Für das Segment 4 ist die Frage ebenfalls nicht ohne weiteres zu beantworten, ob hier ein Handel im Börsensaal besser ist als ein dezentralisierter Handel. Nur wenige Börsen haben überhaupt versucht, diesen Handel zu organisieren und lediglich für Frankreich und Dänemark kann man von einer nahezu vollkommenen Integration des Segments 4 in den Börsenhandel sprechen. Im Gegensatz zu den Segmenten 1 und 2, für die in allen Ländern der Handel im Börsensaal die Regel ist, zeigt sich somit in der Realität keine einheitliche Lösung, allerdings ähnlich wie im nicht immer klar

erkennbaren Segment 3 ein Überwiegen örtlich dezentralisierten Handels.

Die Frage nach den Kosten der Suche nach dem günstigsten Kontrahenten und den Kosten des Abschlusses beim dezentralisierten Handel im Vergleich zum Handel im Börsensaal legt bereits die entscheidenden Gesichtspunkte frei. In jedem beliebigen Wert müßte die Wahrscheinlichkeit, überhaupt einen Kontrahenten zu finden, bei Konzentration aller Gebote am höchsten sein und die Auswahl des günstigsten Kontrahenten am einfachsten. Das gilt unabhängig von der Zahl dieser Gebote pro Periode, also auch dann, wenn in einem Wert so wenig umgesetzt wird, daß kein market maker sich seiner annimmt. Wegen der Kostendegressionseffekte bei intensiver Nutzung der Börseneinrichtungen, wegen des Auktionsprinzips und seiner Bedeutung für die Sicherung gegen Transaktionsrisiken sowie wegen der einfachen Überwachung empfiehlt es sich, den Handel nicht irgendwo, sondern im Börsensaal zu konzentrieren. Da es nun in Werten des Segments 4 durchaus vorkommt, daß täglich höchstens ein Auftrag eingeht, liegt es nahe, die Konzentration zu intensivieren, indem man über die örtliche und die übliche zeitliche Konzentration des Handels hinausgeht und wie in Kopenhagen beim wöchentlichen Aufruf der B-Liste oder wie in Brüssel bei den wöchentlichen oder monatlichen ventes publiques zeitlich noch stärker konzentriert. So erhöht man die Wahrscheinlichkeit eines Abschlusses und spart gleichzeitig den täglichen Aufruf und damit auch Händlerzeit ein. Dieses Vorgehen entspricht einem Selbstverständnis der Börse und ihrer Mitglieder als passive Empfänger und Ausführer von Aufträgen und ist vor diesem Hintergrund sinnvoll, wenn es auch wie die anderswo allgemein üblichen täglichen Kursnotierungsversuche keine Umsätze garantiert.

Es wird an den meisten Tagen nicht möglich sein, überhaupt einen Kontrahenten zu finden. Daher stellt sich die Frage, ob nicht auf andere Weise ein Abschluß in Werten des Segments 4 erreicht werden kann, also nicht durch passives Warten auf Gegenaufträge, sondern - in Analogie zum block assembling - durch aktive Kontakte mit potentiellen Kontrahenten. Wie in Teil 2 (vgl. z.B. S. 73, 96, 138, 255) ausgeführt, sind hierzu einige Firmen oder auch einzelne Personen aufgrund ihrer Kontakte zu Aktionären einer Gesellschaft oder zu einem vergleichbaren Personenkreis prädestiniert. Ihre Suche nach einem Kontrahenten führt regelmäßig auch da zu Abschlüssen, wo die bloße Konzentration keine Umsätze erlaubte. Grundsätzlich ist es denkbar, daß ein anlegerprovisionsorientiertes und zugleich auf einige kleinere Werte spezialisiertes Börsenmitglied wie z.B. der belgische specialiste sich derartige Kontakte außerhalb des Börsensaals schafft und damit deren Vorteile mit denen der Konzentration des Handels verbindet. Diese ungewöhnliche und nicht überall erlaubte Kombination mag in einigen Fällen Erfolg versprechen, häufig wird sich aber der Aufwand, solche Kontakte zu schaffen, wegen der geringen zu erwartenden Umsätze gar nicht lohnen. Andere Effektenhandelsbetriebe, insbesondere Banken, verfügen dagegen bereits ohnehin aus anderen Geschäftssparten heraus über die notwendigen Kenntnisse und Kontakte, selbst an Nebenplätzen. Ihnen fällt damit die Rolle eines gelegentlichen erfolgreichen Vermittlers in selten gehandelten Effekten ihrer Kundschaft zu; manche Institute übernehmen sie bewußt und organisieren aktiv einen Markt in Titeln ihnen nahestehender Emittenten.

Von den Transaktionsrisiken her entsteht damit eine allgemein sehr schwer einschätzbare Situation. Immerhin ist es aber wahrscheinlicher als beim Handel derselben Werte im Börsen-

saal, daß ein Anleger überhaupt innerhalb eines akzeptablen Zeitraums verkaufen oder kaufen kann, und zwar zu Kursen, die Kennern des Titels einigermaßen angemessen scheinen. Andere Anforderungen müssen zurückstehen, solange diese beiden Grundvoraussetzungen nicht erfüllt sind, anders ausgedrückt, elementare Effektivität geht vor Effizienz.

Für das Segment 4 ist damit noch nicht gesagt, daß der Handel außerhalb des Börsensaals stattfinden sollte. Wie das Börsenmanagement in den höheren Segmenten spezialisierte Händler in das Zentrum des Handels stellt, so könnte man sich Institute mit besonderen Kontakten als "zentrale Vermittler" mit Abschlußpflicht im Börsensaal vorstellen. Ein solcher "Börsensaalzwang" wäre jedoch sinnlos kostenerhöhend, da die Gegenpartei außerbörslich gesucht wird und mit konkurrierenden Geboten im Börsensaal nicht zu rechnen ist; anders als z.B. beim Blockgeschäft warten hier eben gerade keine Aufträge an der Börse auf Ausführung, und so bedarf es auch keines Schutzes von Aufträgen vor Nichtbedienung. Andere Gesichtspunkte des Anlegerschutzes weisen zu dem gleichen Ergebnis, da die für die Höhe des Transaktionsrisikos kritischen Momente schon bei der Auftragserteilung liegen und anders als in den oberen Segmenten in der Phase des Abschlusses meist überhaupt nicht mehr zu korrigieren sind. Anders ausgedrückt, die Bedeutung eines wohlorganisierten Handelsverfahrens für den Anlegerschutz nimmt graduell mit der Umsatzhäufigkeit eines Wertpapiers ab. Zusammenfassend ergibt sich, daß wenigstens immer da ein Handel im Börsensaal überflüssig erscheint, wo bestimmte Effektenhandelsbetriebe dank ihrer Kontakte Transaktionsleistungen mit größerer Gewißheit anbieten können als die Börsen durch örtliche und die übliche zeitliche Konzentration. In den Werten, für die sich solche Vermittler nicht finden, könnten die Börsen versuchen, zufällige gelegentliche Abschlüsse im Börsensaal zu erleichtern.

Damit kann die Hauptfrage selbst wieder aufgegriffen werden, welche Vor- und Nachteile eine Aufteilung der Marktveranstaltungsfunktion auf börsliche und auf nichtbörsliche Organisatoren hätte. Grundsätzlich könnte auch ein "zentraler Vermittler" des Segmentes 4 Börsenmitglied mit allen Rechten und Pflichten sein, selbst wenn er keinem Börsensaalzwang unterliegt, ähnlich wie einige britische jobbers, die wegen der Art ihres Geschäfts nicht im Börsensaal handeln. So mag das Börsenmanagement grundsätzlich auch allen Handel im Segment 4 als Börsenhandel ansehen und ihn deshalb ordnen und überwachen. Dies entspräche dem Konzept einer segmentierten Zentralbörse, die sich in allen Segmenten um effektive und möglichst effiziente Verfahren bemüht. Wenn sich dennoch diese Lösung in der Realität selten findet, so aus einer Reihe von Gründen, die nicht im einzelnen untersucht zu werden brauchen, da sie für die allgemeine Bewertung des hier untersuchten Falles vertikaler Segmentierung unerheblich sind, seien es nun sehr grob gestufte Zulassungsbedingungen, für kleine Emittenten unakzeptable Zulassungsgebühren, Prestigevorstellungen der Börse, börsenrechtliche Abgrenzungen, Kostenüberlegungen des Börsenmanagements und/oder einfach die Erkenntnis, daß von der zentralen Leistung der Börse, von ihrem Handelsverfahren her anders als in den oberen Segmenten kein oder nur ein sehr geringer Nutzen gestiftet werden kann.

In erster Linie scheint es auf den Anspruch der Börsen selbst anzukommen, ob sie den gesamten Zirkulationsmarkt - und zwar von der Beratung der Kundschaft bis zum Abschluß oder sogar bis zur Erfüllung hin - organisieren, sozusagen "beherrschen" wollen oder nicht. Ein typisches Beispiel für eine Börse mit einem umfassenden Organisationsanspruch ist die Börse im Vereinigten Königreich

und in der Republik Irland. Sie registriert selbst jeden gelegentlichen Umsatz von Werten des Segments 4 durch ihre Mitglieder, da diese Transaktionen (vgl. S. 64 u. 72) genehmigungspflichtig sind, und sobald die Umsätze eine gewisse Regelmäßigkeit zeigen, erlaubt sie grundsätzlich keinen langsamen und graduellen Weiteraufstieg des Titels im Segment 4, sondern fordert den Emittenten zur Börsenzulassung und damit zu einer gleichzeitigen Mindeststreuung des Titels auf, so daß er unmittelbar in das Segment 3 aufsteigt, für das die Börse über ein hervorragend geeignetes Verfahren verfügt.

Daher spielen außerbörsliche Marktorganisatoren des Segments 4 im Bereich der Stock Exchange eine sehr viel geringere Rolle als in anderen Ländern. Lediglich in Frankreich und Dänemark ist ihre Bedeutung noch geringer; das ist jedoch primär eine Folge hoheitlicher Bestimmungen, in Dänemark freilich auch Resultat der Überschaubarkeit des Zirkulationsmarktes. Da in allen anderen untersuchten Ländern nichtbörsliche Marktorganisatoren stärker ausgeprägt sind, scheint das Erreichen einer anderen Situation besonders erklärungsbedürftig. Man mag das Konzept der Stock Exchange teils als Bemühen um eine umfassende Selbstkontrolle würdigen, teils aber auch dadurch erklären, daß diese Börse nicht an außerbörslichen Marktorganisatoren interessiert sein kann, da sie auch Werte der Segmente 1 und 2 nach dem Verfahren des Segments 3 handelt, und daß sie daher in jedem Marktorganisator einen potentiellen Konkurrenten mit guten Erfolgsaussichten auch in den obersten Segmenten sehen muß. Börsen, die sich der Effizienz ihres Handelsverfahrens sicher sind, können nichtbörslichen Marktorganisatoren gegenüber gleichgültiger sein.

Zusammenfassend läßt sich feststellen: Je mehr die Börse oder die Börsen eines Landes ihre Organisationsbemühungen allein auf den wesenseigenen Ausführungsbereich konzentrieren, desto wahrscheinlicher werden sie die Werte des Segments 4 vernachlässigen, und desto häufiger pflegt man dort nichtbörsliche Marktorganisatoren anzutreffen. Bemühungen der Börsen um eine umfassendere Organisation und um Selbstkontrolle des Zirkulationsmarktes, seien sie hoheitlich angeordnet oder anders motiviert, führen tendenziell zu einer segmentierten Zentralbörse oder zu einem vergleichbaren Börsensystem. Auf den ersten Blick scheint eine den gesamten Zirkulationsmarkt ordnende und optimal segmentierte Zentralbörse von der Verfahrenseffizienz her als die überlegene Organisationsform, da allein sie eine überflüssige Duplikation von Einrichtungen zuverlässig verhindern wird.

Dieses Ergebnis basiert jedoch auf Voraussetzungen, die höchstens ausnahmsweise erfüllt sein können: Es müßte zu jedem Zeitpunkt unstreitig sein, welche Finanzdienstleistungen in welcher Qualität den Anlegern und Emittenten auf dem Zirkulationsmarkt angeboten werden müssen und wie sie am effizientesten produziert werden können. Unter diesen Voraussetzungen wäre eine effiziente Zentralbörse denkbar. Es besteht aber keinerlei Gewähr dafür, daß eine solche Zentralbörse sich stets prompt und richtig an die Präferenzen der Anleger und Emittenten anpaßt und auch ihre Produktionstechnik verbessert, sobald sich effizientere Verfahren anbieten. Es erscheint daher sinnvoll, die Verfahrenseffizienz nicht als statisches oder zeitpunktbezogenes, sondern als ein auf einen längeren Zeitraum abgestelltes, dynamisches Konzept zu verstehen. Man sollte daher weniger Gewicht auf die Frage legen, welche Struktur des Zirkulationsmarktes im Moment ein Höchstmaß an Verfahrenseffizienz bietet, sondern wie auf Dauer ein hoher Grad an Verfahrenseffizienz gewährleistet werden kann.

Aus dieser Sicht scheint es daher trotz der Kosten duplikativer Einrichtungen durchaus akzeptabel, wenn verschiedene voneinander unabhängige Marktorganisatoren nebeneinander existieren. Für andere Bereiche der Wirtschaft ist aus ähnlichen Überlegungen heraus der Verzicht auf Kostendegression, den eine stärkere Konzentration der Produktion ermöglichen würde, ein Grundsatz staatlicher Wettbewerbspolitik. Eine solche Duplikation wird in der Regel auch für Anleger und Emittenten Vorteile haben. So wird am ehesten gesichert, daß jedes Segment organisiert und dadurch die Verfahrenseffizienz des Handels der Werte dieses Segments erhöht wird. Während ein Organisator aller Segmente es sich erlauben kann, ein oder mehrere Segmente zu vernachlässigen oder zu subventionieren, wird ein segmentspezifischer Organisator stets durch ansprechende Qualitäts- und Preisgestaltung seiner Leistungen möglichst viele Emittenten und Anleger für seinen Markt gewinnen wollen. Es kann ihm nicht gleichgültig sein, für welchen Organisator sich ein Emittent entscheidet. Hat er Erfolg, wird der Organisator eines Segments den eines anderen unter Wettbewerbsdruck setzen und ihn so veranlassen, Produktion und Absatz seiner Transaktionsleistungen zu modernisieren, so daß sich der Konkurrenzdruck durchaus auch umkehren kann, wenn man sich nicht die Mühen des Wettbewerbs durch Kooperation oder Fusion erspart.

Die Vernachlässigung eines vertikalen Segments oder eines Teils davon wurde in den letzten Jahren besonders deutlich durch die Gründung des Tento Shoken in Japan (vgl. S. 190), durch die Nachfolgemärkte der mercati ristretti in Italien (vgl. S. 169 - 172) und durch die Aktivitäten der Firma Nightingale & Co. in London (vgl. S. 72 f.), die sich Werten mit Umsatzmerkmalen zuwandte, die zwar nicht in das Konzept der Stock Exchange passen, aber trotzdem existieren.

Auch für den - systembedingt vorübergehenden - Erfolg eines Marktorganisators gibt es ein aktuelles Beispiel, nämlich den Effekt der NASD und ihres Nasdaq-Systems auf die New Yorker Börsen (vgl. S. 225 f.), der im Falle der Aktien der Bank of America besonders deutlich wurde. Dieser Titel ist seinen Umsatzmerkmalen nach seit langem dem Segment 1 oder 2 zuzuordnen, aber die Bank of America ließ ihn bis 1976 nur außerbörslich handeln, also nach einem lediglich für Werte des Segments 3 optimalen Verfahren. Andere große Banken lassen ihre Aktien seit längerem an der NYSE notieren. Offenbar war die Emittentin überzeugt, daß die NASD das Segment 3 so viel besser organisiert hatte als die Börsen die höheren Segmente, daß selbst das grundsätzlich angemessenere Verfahren keine Erhöhung der Verfahrenseffizienz des Handels ihres Titels bringen konnte. Erst nachdem die NYSE wettbewerbsbestimmte Provisionen zuließ, die es beim Nasdaq-Handel bereits gab, und nachdem die NYSE einen Wettbewerb zwischen specialists beschlossen und die Ausführung von Aufträgen am third market in einer praktikablen Weise erlaubt hatte, stellte die Bank den Zulassungsantrag und begründete ihren Schritt ausdrücklich mit den genannten Neuerungen. Infolge dieser Entwicklungen war in der Tat gewährleistet, daß einerseits warteunwillige Anleger in den Aktien der Bank durch die Zulassung keine Nachteile in Kauf zu nehmen hatten, da die intensive Konkurrenz der market makers fortbestehen konnte, während sich für wartewillige Anleger deutliche Vorteile ergaben.

Unter Berücksichtigung längerfristiger Aspekte ist die These von der Überlegenheit eines einzigen Marktorganisators für den gesamten Zirkulationsmarkt, die sich bei statischer Sicht vertreten läßt, nicht zu halten. Dann

scheint eine Marktstruktur sinnvoll, die dadurch gekennzeichnet ist, daß einzelne vertikale Segmente oder auch nur Teile davon unter die Regie verschiedener und möglichst konkurrierender Marktorganisatoren fallen. Dabei ist es heute auf den beiden unteren Segmenten unerheblich, ob es sich um börsliche oder nichtbörsliche Marktorganisatoren handelt. Ein in diesem Sinne vertikal gegliedeter Zirkulationsmarkt soll Ausgangspunkt des folgenden Abschnitts über die Bewertung von Parallelmärkten und von ähnlichen Formen horizontaler Segmentierung sein.

III. VOR- UND NACHTEILE AUSGEWÄHLTER FORMEN EINER HORIZONTALEN SEGMENTIERUNG DES ZIRKULATIONSMARKTES

Wie zu Beginn des Abschnittes II ausgeführt, ist ein horizontaler segmentierter Zirkulationsmarkt dadurch gekennzeichnet, daß es für bestimmte Titel statt eines einzigen Marktes mehrere Teilmärkte gibt. Diese horizontale Segmentierung ist in den obersten vertikalen Segmenten des Zirkulationsmarktes stärker ausgeprägt als in den unteren. Außer dem Hauptmarkt des Papiers, an dem die meisten Transaktionen normalen Umfangs anfallen, gibt es hier (horizontale) Sondersegmente für Kleinaufträge, für Blocks und für Termingeschäfte und Nebensegmente für kompensierbare Aufträge, für vor- und nachbörsliche Geschäfte, sowie Nebensegmente in Form in- und ausländischer Parallelmärkte. Es wird hier davon abgesehen, den Pakethandel als Teil des Blocksegments zu betrachten. Der Kurs der in Aktienpaketen gebündelten Titel wird durch besondere gesellschafts- und steuerrechtliche Determinanten beeinflußt, so daß der Markt für Pakete nicht als horizontales Segment, sondern nur als besonderer, als nicht allein durch Unterschiede in der Marktorganisation vom Hauptmarkt abgegrenzter Markt verstanden werden kann.

Im Abschnitt A sind bereits die Gründe verschiedener Formen horizontaler Segmentierung dargelegt worden und Abschnitt B I hat ergeben, daß Sondersegmente selbst in einer Zentralbörse anzutreffen sein werden, die sich um einen möglichst hohen Grad von Verfahrenseffizienz bemüht und anderen Marktorganisatoren keinen Ansatzpunkt zu erfolgreicher Konkurrenz bieten will. Daher wird hier primär die Bedeutung von Nebensegmenten für die Verfahrenseffizienz untersucht. Die beiden Hauptprobleme horizontaler Segmentierung resultieren aus der Dezentralisierung der Gebote in einem Titel und werden zunächst paradigmatisch am Fall der Kompensation und am Beispiel eines Parallelmarktes erläutert. Im Lichte der dann vorliegenden Ergebnisse werden abschließend andere Formen horizontaler Segmentierung bewertet und deren Sonderprobleme analysiert.

1. Vor- und Nachteile der Kompensation

Während Kompensationen in Italien, Luxemburg und Dänemark häufig vorkommen, sind sie in allen anderen untersuchten Ländern wegen Börsenzwängen verschiedener Ausgestaltung verboten oder weitgehend eingeschränkt. Unter Kompensation versteht man im Wertpapierhandel üblicherweise den Abschluß von Effektengeschäften auf der Basis von Aufträgen oder anderen Geboten, die innerhalb eines Effektenhandelsbetriebes vorliegen, und zwar zum Kurs eines Haupt- oder Nebenmarktes. Kurz, Kompensation ist der interne Ausgleich von Geboten ohne selbständige Kursstellung. Im Grunde genommen ist es allerdings unerheblich, wo der Ausgleich erfolgt, und deshalb wurden im Teil 2 Nebenbörsen, an denen Aufträge zu den Kursen des Hauptmarktes ausgeführt werden, als Kompensationsveranstaltungen bezeichnet (vgl. z.B. S. 231 f., 186 u. 119). Daher ist die Fragestellung dieses Abschnitts allgemeiner, als es den Anschein haben mag, zumal auch andere Transaktionen, z.B. bestimmte Blockgeschäfte, als Kompensationen gewertet werden können. Im folgenden sollen die Vor- und Nachteile einer teilweisen Ausführung der Aufträge durch Kompensation gegenüber der Konzentration aller Gebote auf dem Hauptmarkt im Lichte der relevanten Aspekte der Verfahrenseffizienz bewertet werden.

Die Kosten der Suche des günstigsten Kontrahenten und des Abschlusses werden offensichtlich durch die Kompensation reduziert. Die Kosten der Weiterleitung der Aufträge und ihrer Ausführung dort entfallen bei kompensierbaren Aufträgen. Kompensierbare Aufträge sind in erster Linie entgegengesetzte unlimitierte Aufträge,

daneben mögen ausnahmsweise sehr großzügig limitierte Aufträge kompensiert werden, deren Limit materiell ohne Bedeutung ist. Wenn solche Limits bei unerwarteten Kursschwankungen wirksam werden, muß die kompensierende Firma ihr eigenes Gebot für den unausführbar gewordenen limitierten Auftrag substituieren. Solche riskanten Kompensationen sind denkbar, die Praxis kennt aber in aller Regel nur sichere Kompensationen, schon da so das Heraussuchen kompensierbarer Aufträge am einfachsten ist. Außerdem sind sehr großzügig limitierte Aufträge im Gegensatz zu knapp limitierten und unlimitierten Aufträgen höchst selten. Für das Heraussuchen kompensierbarer Aufträge fallen gewöhnlich keine Kosten an, da die Orderdisposition ohnehin stets einen Überblick über die Orderbestände gewährleistet.

Von den Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken her ist es hier zweckmäßig, Realisationsrisiken und Nachweisrisiken (vgl. S. 22 - 26) getrennt zu betrachten. Zunächst sei geprüft, ob es überhaupt kompensationsbedingte Realisationsrisiken gibt, ob ein Anleger also wegen der Kompensation einen schlechteren Kurs erhalten kann als bei vollkommener Konzentration der Gebote auf dem Hauptmarkt. Bei der Antwort auf diese Frage nach den Kurseffekten der Kompensation kommt es darauf an, ob die Aufträge am Hauptmarkt zu bekannten Zeitpunkten zu Gesamtkursen oder ob sie fortlaufend zu Einzelkursen auszuführen wären, gäbe es keine Kompensation. Bei Gesamtkursen kann allein der Saldo unlimitierter Aufträge einen Einfluß auf den Kurs haben, die absolute Zahl der Schlußeinheiten, über die limitierte Aufträge lauten, ist unerheblich, so daß hier ein kompensationsbedingtes Realisationsrisiko nicht besteht. Lediglich bei unerwartet

starken Kursausschlägen besteht die Gefahr, daß riskante, nicht aber sichere Kompensationen die Kursausschläge verstärken und damit ein besonderes Realisationsrisiko bewirken. Wie oben ausgeführt, kann dieser Fall vernachlässigt werden.

Eine andere Komplikation träte dann ein, wenn wegen der Kompensation am Hauptmarkt mangels Geboten kein Kurs zustande kommt. Dieser denkbare Nachteil der Kompensation ist allerdings unwahrscheinlich, andere als kompensierbare Aufträge müßten dann einseitig verteilt oder zu knapp limitiert sein. Da in dieser Situation auch ohne Kompensation ein Gesamtkurs nicht ohne weiteres zu ermitteln wäre und da in solchen Fällen das Vorliegen kompensierbarer Aufträge besonders unwahrscheinlich scheint, wird diesem Nachteil keine weitere Bedeutung geschenkt. In der Realität wird man ohnehin von Kompensationen in Werten absehen, die nicht regelmäßig gehandelt werden, so daß ein Nebensegment für Kompensationen - entsprechend der eingangs formulierten These - nur auf den beiden obersten (vertikalen) Segmenten anzutreffen sein wird.

Ein weiteres Argument gegen die Kompensation könnte sich daraus ergeben, daß an einigen Börsen ein Kurs nur dann notiert werden kann, wenn bestimmte Mindestmengen umgesetzt werden. Ein Kompensationsverbot erscheint deshalb angezeigt, um häufiger einen Kurs notieren zu können. Da nun bei unlimitierten (kompensierbaren) Aufträgen schon die kleinste limitierte Order genügt, um einen Kurs zu bestimmen oder wenigstens zu beeinflussen, dient man dem Ziel solcher Vorschriften, nur genügend gewichtige Kursbeurteilungen den Kurs bestimmen zu lassen, besser durch Kompensationszwang als durch Kompensationsverbot. Ähnlich ist der Effekt eines

Kompensationsverbotes auf die Rationierung zu beurteilen, die an manchen Börsen erlaubt ist, um auch im Falle eines starken Angebots- oder Nachfrageüberhangs zu Abschlüssen zu kommen. Ein Kompensationsverbot könnte zwar Angebot und Nachfrage an der Börse gleichermaßen um sonst kompensierte Aufträge erhöhen und so eine höhere Zuteilungs- oder Abnahmequote erlauben. Ein durch das Auktionsprinzip qualifizierter, markträumender Kurs ließe sich aber dennoch nicht ermitteln. Wie beim Fall der Mindestmengen verbessert ein Kompensationsverbot lediglich das Erscheinungsbild einer an sich unbefriedigenden Situation. Dieser Vorteil ist unerheblich, zumal viele Börsen Geschäfte in Ungleichgewichtssituationen verbieten, um die Anleger vor dem Risiko des Abschlusses zu nicht marktgerechten Kursen zu schützen.

Beim fortlaufenden Handel ist die Frage nach etwaigen kompensationsbedingten Realisationsrisiken nur zu beantworten, wenn man die Herkunft des Kurses kennt, zu dem kompensiert wird. Während oben die Ausführung ohne Kompensation zu einem bestimmten Gesamtkurs wie dem Eröffnungskurs oder dem einzigen täglich ermittelten Kurs erfolgen würde, fehlt es hier an einem solchen klaren Referenzkurs. Grundsätzlich müssen daher Kurseffekte angenommen werden. Selbst wenn man von der am Hauptmarkt bestehenden Spanne ausgeht und z.B. zum Geldkurs kompensiert, erhöht sich durch die Kompensation das Risiko der Nichtbedienung, da hinter diesem Geldkurs ein Kaufauftrag stehen kann, der übergangen wird, obwohl er vor dem kompensierten Kaufauftrag am Markt war. Diesem Nachteil steht allerdings ein Vorteil des Kompensationskäufers gegenüber, der dank Kompensation nicht zum Briefkurs, sondern zum niedrigeren Geldkurs kaufen kann. Ein Kompensationskurs innerhalb der Spanne würde die Nichtbedienung vermeiden und keinerlei andere Realisationsrisiken bedingen. Ist die Spanne weiter als zwei Kursabstufungen,

so kann sich zur genaueren Bestimmung des Kurses doch ein Ausruf der Gebote am Hauptmarkt empfehlen. An die Stelle der (außerbörslichen) Kompensation träte dann die börsliche Kompensation (vgl. z.B. S. 59 f., 132 u. 217 f.), die keine Kompensation im eigentlichen Sinne ist, da hier ja gerade der Kurs am Hauptmarkt, an der Börse ermittelt wird. Außer für den Fall, daß die aktuelle Spanne bekannt ist, maximal zwei Kursabstufungen beträgt und daß innerhalb der Spanne abgeschlossen wird, sind kompensationsbedingte Realisationsrisiken beim fortlaufenden Handel zu Einzelkursen nicht auszuschließen. Anders wäre es bei dem nur in Japan und Frankreich anzutreffenden fortlaufenden Handel zu Gesamtkursen. Hier läge mit dem jeweils nächsten Gesamtkurs stets ein klarer Referenzkurs vor und hier gelten die oben zu einem Handel zu Gesamtkursen angestellten Überlegungen.

Bisher ist nicht berücksichtigt worden, daß eine Kompensation auch einen Auftrag und ein entgegengesetztes unlimitiertes Gebot der kompensierenden Firma selbst betreffen kann (Nostrokompensation). Eine zufällige Nostrokompensation ist nicht anders zu beurteilen als jede andere Kompensation. Da jedoch für die Firma die Transaktionskosten bei Nostrokompensationen niedriger sein mögen als bei normaler Ausführung, kann eine erhöhte Bereitschaft zu Anpassungen des eigenen Portefeuilles bestehen. Geht man davon aus, daß die Firma ohne Kompensation eine Mitgliederprovision zahlen müßte, läßt sich das so ausdrücken: Eine in Aussicht genommene Portefeuilleanpassung, die ohne Kompensation erst dann eine ausreichende Renditeerwartung hätte, wenn der Verkaufskurs an der Börse eine Mitgliederprovision höher wäre als gegenwärtig und daher unterbleibt, findet bei Eingang eines kompensierbaren Kaufauftrags durch Nostrokompensation statt, und zwar beim Handel zu Einzelkursen zum Geldkurs, der für den Kunden extrem günstig wäre und ohne weiteres etwas angehoben

werden könnte, um im Sinne der Ausführungen im letzten Absatz eine Nichtbedienung zu vermeiden. Dieser Effekt ist angebots- und nachfragewirksam und kann daher zu Kurseffekten führen. Diese Kurseffekte implizieren indessen keine Realisationsrisiken, vielmehr sind solche Kurseffekte von der Allokationseffizienz her zu begrüßen, da es sich hier um Effekte der Annäherung an einen Zustand ohne Transaktionskosten handelt. Wäre jedoch die Nostrokompensation weder zufällig noch kostenmotiviert, sondern durch Insiderwissen veranlaßt, so kann die Firma nur deshalb an der Kompensation interessiert sein, weil die Stärke der bestehenden Meinungsunterschiede hinsichtlich des Titels nicht in außergewöhnlich hohen veröffentlichten Umsätzen sichtbar werden soll, es treten dann also keine kompensationsbedingten Realisationsrisiken, sondern Nachweisrisiken auf.

Kompensationsbedingte Nachweisrisiken können dann auftreten, wenn die genaue Kenntnis der Umsatzentwicklung für die Transaktionsentscheidung eines oder mehrerer Anleger und für deren Erfolg relevant ist, die tatsächliche Umsatzentwicklung aber durch unbekannte Kompensationsumsätze verschleiert wird. Wenn der Hauptmarkt allerdings für einzelne Titel keine Umsätze veröffentlicht, kann die Kompensation die Umsatztransparenz auch nicht beeinträchtigen. Im Falle solcher Umsatzveröffentlichungen empfiehlt sich bei Kompensationen, auch unter dem Aspekt der transaktionsbedingten Informationskosten der Anleger, die Meldung der Kompensationsumsätze an den Hauptmarkt.

Die Kosten sofortigen Abschlusses, hier relevant nur beim Handel zu Einzelkursen, entfallen für die Auftraggeber kompensierbarer Aufträge, da die Kompensation den Service sofortigen Abschlusses ersetzt. Für die Geschwindigkeit des möglicherweise erwünschten Abbaus der Position eines market makers sind Kompensationen ohne Einfluß, so daß sich auch keine negative Rückwirkung auf die Produktion dieses

Service für andere Anleger ergibt. Allerdings entfällt die Subvention warteunwilliger Anleger durch solche Investoren, die diesen Service dank Kompensation nicht nachfragen brauchen. Auch dies ist als Vorteil der Kompensation zu werten. Der Abschluß zu einem Kompensationskurs innerhalb der aktuellen Spanne spiegelt diesen Vorteil wider.

Manchmal trifft man auch die Auffassung, es sei möglich, durch ein Kompensationsverbot die Markttiefe zu erhöhen, also das Phänomen, daß es möglich ist, bei geringen Kurszugeständnissen wesentlich mehr Stücke zu verkaufen oder zu kaufen. Bei (unlimitierten) kompensierbaren Aufträgen reichen indessen nicht einmal die maximal denkbaren Kurszugeständnisse aus, um z.B. bei einem dringenden Verkauf Zugriff auf die kompensierbaren Billigst-Aufträge zu erhalten; kein Kurszugeständnis reicht aus, um die Bestens-Aufträge zu verdrängen. Grundsätzlich kann also die Markttiefe nicht durch Hereinnehmen kompensierbarer Aufträge erhöht werden.

Insgesamt gesehen scheinen Nebensegmente für Kompensationen in den beiden obersten Marktsegmenten beim Handel zu Gesamtkursen die Verfahrenseffizienz zu erhöhen, wenn kompensierbare Aufträge jeweils zum nächsten Gesamtkurs ausgeführt und die Umsätze dem Hauptmarkt zur Veröffentlichung gemeldet werden. Die Kompensation von Aufträgen, die sonst zu Einzelkursen ausgeführt würden, stößt vor allem deshalb auf schwerwiegende Bedenken, weil die aktuelle Spanne am Hauptmarkt im allgemeinen nicht bekannt ist und sich rasch ändert. Ist sie jedoch bekannt, bringt ein Kompensationskurs in der Mitte der Spanne für die beteiligten Anleger so deutliche Vorteile, daß dadurch mögliche kompensationsbedingte Realisationsrisiken aufgewogen werden.

2. Vor- und Nachteile von Parallelmärkten

Unter Parallelmärkten versteht man im Wertpapierhandel - ähnlich wie im Devisenhandel - Einrichtungen für den Abschluß von Effektengeschäften in bestimmten Titeln mit sechs besonderen Kennzeichen:

1. Es existiert wenigstens ein anderer Markt (Hauptmarkt) für Transaktionen normalen Umfangs in diesen Titeln
2. Bei den Geschäften werden die Kurse von den Parteien vereinbart (selbständige Kursstellung), und nicht einfach von einem anderen Markt übernommen
3. Die Einzeltransaktionen haben normalen Umfang
4. An den Abschlüssen sind regelmäßig wenigstens zwei Effektenhandelsbetriebe beteiligt
5. Am Hauptmarkt und an den Parallelmärkten wird gleichzeitig gehandelt, obwohl gewisse Abweichungen in der täglichen Handelsperiode bestehen können
6. Die verschiedenen Märkte eines Titels sind durch Arbitrage miteinander verknüpft

Damit sind Parallelmärkte hinreichend abgegrenzt, insbesondere gegen die Kompensation als innerbetrieblichen Ausgleich von Aufträgen ohne selbständige Kursstellung, gegen Sondersegmente wie Blockmärkte und Einrichtungen zur Ausführung von Kleinaufträgen und gegenüber einem Marktsystem, einer anderen Form örtlich dezentralisierten Handels. Parallelmärkte im Sinne der Definition kommen in der Realität häufig vor. Zum einen sind es Börsen: Vor allem in Deutschland, in Japan, in Italien, in den Vereinigten Staaten und in geringerem Maße auch in Belgien werden eine größere Zahl von Titeln an mehreren inländischen Börsen gehandelt. Zum anderen bestehen besonders in den

zuerst genannten Ländern außerbörsliche Parallelmärkte für börsennotierte Titel, insbesondere für Anleihen, aber, wie vor allem das Beispiel des third market zeigt, auch für Aktien. Für die Bewertung dieser wichtigen Form der horizontalen Segmentierung kann offenbleiben, welcher Markt jeweils als Hauptmarkt und welcher oder welche als Parallelmärkte anzusehen sind.

Wie in Abschnitt II seien die wettbewerblich-dynamischen Überlegungen vorerst zurückgestellt. Zunächst werden die Vor- und Nachteile von Parallelmärkten gegenüber einem nur vertikal segmentierten Zirkulationsmarkt bei statischer Betrachtung herausgearbeitet.

Von den Kosten der Suche nach dem günstigsten Kontrahenten und den Kosten des Abschlusses her ergibt sich sofort die Frage, ob eine Zentralisierung der Aufträge nicht häufig erlauben würde, den von der Teilung seines Marktes betroffenen Titel in einem höheren Segment, also nach einem effizienteren Verfahren zu handeln. Hierzu ist erstens zu berücksichtigen, daß Parallelmärkte hauptsächlich für Titel bestehen, die den oberen Segmenten zuzuordnen sind. Zweitens hat das Segment 1 Ausnahmecharakter und hebt sich von seinem Effizienzgrad her wenig vom Segment 2 ab. Drittens zeichnet sich Segment 2 durch eine enorme Bandbreite aus und akkommodiert daher sowohl Titel mit bescheidenen als auch mit sehr hohen Umsätzen. Aus diesen Gründen scheint ein Aufsteigen in ein höheres Segment entweder unwahrscheinlich oder unerheblich. Daß Werte des Segments 2 an mehreren Märkten nach dessen Verfahren gehandelt werden können, weil auch an kleineren Märkten ein ausreichendes Auftragsaufkommen besteht, dürfte ein wichtiger Grund für die Existenz von Parallelmärkten sein. Es ist auch keineswegs sicher, daß eine

Zentralisierung der Aufträge das gesamte Auftragsaufkommen aller Märkte nicht reduzieren würde. Selbst abgesehen von Arbitrageaufträgen wird Parallelmärkten ein akquisitorischer Effekt zugeschrieben, da z.B. die Mitglieder von Regionalbörsen auch abgelegenere Märkte für Effektenhandelsleistungen erschließen. Es sei dahingestellt, ob bei Verzicht auf Parallelmärkte die Bemühungen um den Verkauf von Transaktionsleistungen weniger intensiv und erfolgreich wären. Wie immer die Antwort ausfiele, Zentralisierung von Aufträgen brächte in aller Regel keine Zuordnung der auf Parallelmärkten gehandelten Titel zu höheren Segmenten. Da die Kürze der Kommunikationswege im Gegensatz zu früher bei regionalen Parallelmärkten kein gewichtiger Vorteil mehr ist, aber wohl immer noch ein Vorteil, ergeben sich unter dem ersten Aspekt allein eher leichte Vorteile als Nachteile von Parallelmärkten.

Anders ist es unter dem Aspekt der Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken, der hier eng mit dem ersten Aspekt verbunden ist wegen der Frage nach dem günstigsten Kontrahenten. Bei Zentralisierung schließt der Auftraggeber über seinen Agenten mit dem günstigsten Kontrahenten am Gesamtmarkt des Titels ab, hat also Zugriff auf das niedrigste Verkaufsgebot oder das höchste Kaufgebot, bei Parallelmärkten dagegen nur mit dem günstigsten Kontrahenten an einem Teilmarkt, was oft Zugriff auf nur das zweit- oder drittbeste Gebot bedeuten wird. Abschlüsse in einem System mit Parallelmärkten müssen einem Anleger daher in vielen Fällen Kursnachteile gegenüber einer Situation mit zentralisiertem Handel bringen, z.B. die Ausführung eines Verkaufsauftrages gegen ein zu 130 limitiertes Gebot, während an einem zweiten Markt ausreichende Nachfrage zu 132 bestand. Das impliziert zunächst auch die Nichtbedienung anderer Anleger, z.B. des oder der Anleger, die Kaufaufträge zu 132 erteilt hatten; bei zentralisiertem

Handel wären zu 132 limitierte Kaufaufträge vor denen zu 130 bedient worden. Hier müssen diese Anleger einen Abschluß auf einem Parallelmarkt beobachten, ohne - trotz ihres höheren Kauflimits - selbst zum Zuge gekommen zu sein.

Häufig wird nun eingewandt, dieser klare Nachteil von Parallelmärkten sei unerheblich, da die Arbitrage ihn beseitige. Das ist zum Teil richtig. Zweifellos sorgt die Arbitrage dafür, daß sich die Kurse an Parallelmärkten nicht weit voneinander entfernen, und stellt tendenziell einen Kursgleichschritt aller Märkte her, so daß extreme Differenzen zwischen dem günstigsten Gebot für einen Titel an einem Teilmarkt und dem an einem anderen nicht auftreten. Zweifellos verringert die Arbitrage auch das Risiko der Nichtbedienung. So ist es im genannten Beispiel sehr wohl denkbar, daß ein Arbitrageur am ersten Markt über die Kaufgebote zu 132 am zweiten Markt wußte, und den hereinkommenden Verkaufsauftrag zu 130 annahm, um sofort am zweiten Markt ein Gegengeschäft zu 132 abschließen zu lassen. Ohne Arbitrage wären beide Aufträge nicht ausgeführt worden. Anders ausgedrückt, im Grunde genommen werden die Aufträge jeweils an den Teilmarkt mit dem günstigsten Gebot weitergeleitet, nur fallen dafür pro Stück "Weiterleitungskosten" in Höhe der Differenz zwischen den beiden günstigsten Geboten, in Höhe des Bruttoarbitragenutzens an. Dieser Spannenertrag, dieser Nutzen entgeht dem verkaufenden Anleger.

Um Mißverständnisse zu vermeiden, muß festgehalten werden: Es geht hier nicht um einen Vergleich zwischen Parallelmärkten mit Arbitrage und Parallelmärkten ohne Arbitrage, sondern um einen Vergleich zwischen Parallelmärkten

(mit Arbitrage) und einem nur vertikal segmentierten, also zentralisierten Handel. Bei zentralisiertem Handel besteht ohnehin keine Gefahr, daß die Kurse auseinanderlaufen, und das Problem der Nichtbedienung kann wesentlich leichter und vollkommener gelöst werden als durch Arbitrage, die immer dann nicht weiterhilft, wenn der Nettoarbitragenutzen null oder negativ wird oder wenn die Gesamtkursermittlungen zu unterschiedlichen Zeitpunkten erfolgen. Außerdem hat dann jeder Anleger die Chance, Ausführung seines Auftrages gegen das günstigste Gebot am Markt zu erhalten, anders ausgedrückt, sich den Bruttoarbitragenutzen pro Stück selbst zu verdienen oder ihn sich wenigstens mit dem Anleger auf der Gegenseite zu teilen. Würde ein Händler das verhindern, indem er sich in Kenntnis der Aufträge für eigene Rechnung zwischen die beiden Anleger stellt, so wäre sein Spannenertrag als Ergebnis risikoloser Gegendisposition zu bezeichnen. Die Aufspaltung in Teilmärkte erleichtert ein solches Vorgehen und damit auch die einfache (risikobehaftete) Gegendisposition, da die Aufträge tendenziell länger unausgeführt am Markt bleiben und mit der prompten Ausführung ein wichtiger Schutz vor Gegendisposition entfällt. Arbitrage könnte man daher treffend als risikolose interlokale Gegendisposition bezeichnen. Es ist für den Anleger ein Transaktionsrisiko, mit einem Arbitrageur abzuschließen.

Aus dieser Sicht ist es verständlich, wenn die NASD und die Stock Exchange es als einen Erfolg verbuchen, daß sie durch Nasdaq bzw. durch die Fusion der Börsen im Vereinigten Königreich und in der Republik Irland und durch die Einführung des MPDS die Arbitrage beseitigt haben. Zusammenfassend läßt sich sagen: Die gerade beschriebenen Spannenerträge sind für Anleger eindeutig marktorganisations-

bestimmte Kosten, reduzieren also grundsätzlich die Verfahrenseffizienz. Jeder Arbitragegewinn eines Händlers mindert die Rendite der Anleger aus dem Halten von Effekten.

Die Bedeutung des Bruttoarbitragenutzens für die Verfahrenseffizienz sei an einem Beispiel erläutert. In Deutschland dürfte der Anteil der Arbitragetransaktionen an den Aktienumsätzen wenigstens bei 5 % liegen, den durchschnittlichen Bruttoarbitragenutzen mag man mit 1 - 2 % des Kurswertes ansetzen. Pro DM 10 Mrd. Umsatz ergibt sich danach ein aggregierter Bruttoarbitragenutzen von DM 5 - 10 Mio. oder von 0,5 bis 1 Promille vom Umsatz. Damit hat man eine gewisse Vorstellung von den Größenordnungen, um die es hier geht. Es wäre sicherlich falsch anzunehmen, die Summe der marktorganisationsbestimmten Kosten könnte durch Verzicht auf Parallelmärkte um derartige Beträge gesenkt werden. Ohne Zweifel fielen bei Zentralisierung zusätzliche Kosten der Weiterleitung der Aufträge an den Zentralmarkt an und andere höhe Kommunikationskosten (also zusätzliche Kosten der Suche nach dem günstigsten Kontrahenten und zusätzliche Kosten des Abschlusses), und zwar für alle Aufträge, die bisher nicht an den Hauptmarkt geleitet wurden, nicht nur für die von der Arbitrage betroffenen. Selbst wenn diese zusätzlichen Kosten höher sind als der aggregierte Bruttoarbitragenutzen, sind Parallelmärkte von der Verfahrenseffizienz her - entgegen dem ersten Anschein - nicht ohne weiteres zu begrüßen, da zunächst auch solche Nachteile von Parallelmärkten zu bewerten wären wie z.B. das selbst bei Arbitrage verbleibende Restrisiko der Nichtbedienung. Sind die zusätzlichen Kommunikationskosten jedoch geringer, ergäbe sich schon hier ein deutlicher Nachteil von Parallelmärkten gegenüber einem nur vertikal

segmentierten Markt. Der Fortschritt der Kommunikationstechnik wirft die Frage auf, ob nicht die zusätzlichen Kommunikationskosten niedriger liegen als bei 0,4 bis 0,8 Promille des Transaktionswertes eines Auftrages. Diese Sätze ergeben sich aus den oben genannten, wenn man berücksichtigt, daß der Umsatz nur die Aufträge einer Marktseite erfaßt und daß für ein gutes Drittel der Aufträge in Deutschland keine zusätzlichen Kommunikationskosten anfielen. Für andere Länder gelten vermutlich andere Sätze.

Wenn genauere Untersuchungen, die den Rahmen dieser Arbeit sprengen würden, zu dem eher überraschenden Ergebnis führen sollten, daß der Fortschritt der Kommunikationstechnik den Verzicht auf Parallelmärkte in einigen Ländern bis auf weiteres nicht nahelegt, nicht einmal für nahe beieinanderliegende Märkte mit intensiven Arbitrageverbindungen, so wären immerhin zwei andere Wege denkbar, die Verfahrenseffizienz durch Reduktion des Bruttoarbitragenutzens zu erhöhen. Beide Wege führen auf ein Marktsystem hin. Zum einen könnte man nach dem Vorbild von Nasdaq und CQS (vgl. S. 243 - 247, 270 f.) ein Gebotsanzeigesystem schaffen. Zusätzliche Kommunikationskosten fielen dann für weniger Aufträge an als bei örtlicher Zentralisierung; diese Kosten und die Kosten des Systems wären möglicherweise pro Periode geringer als die aggregierten Bruttonutzen der Arbitrage, so daß sich eine Erhöhung der Verfahrenseffizienz ergäbe. Zum anderen könnten die Arbitrageure in Anlehnung an ein japanisches Vorbild (vgl. S. 175, 186) ein spezielles mitgliederprovisionsorientiertes Geschäft aufnehmen und Aufträge für Rechnung des Anlegers am Teilmarkt mit dem günstigsten Gebot ausführen, so daß wenigstens ein Teil des möglichen Nettoarbitragenutzens dem Anleger verbleibt.

Zusammenfassend ergeben sich unter dem Aspekt der Kosten der Sicherung gegen Transaktionsrisiken zunächst deutliche Nachteile wegen des durch Parallelmärkte bedingten Risikos einfacher und interlokaler Gegendisposition und des zusätzlichen Risikos der Nichtbedienung. Nur der Effekt des zusätzlichen Risikos interlokaler Gegendisposition (Arbitrage) ist gegen die Vorteile von Parallelmärkten hinsichtlich der Kosten der Suche nach dem günstigsten Kontrahenten und der Kosten des Abschlusses abgewogen worden.

Parallelmärkte erhöhen wenigstens ein weiteres Transaktionsrisiko, nämlich das Risiko des Kursschnitts. Zwar sind Kursschnitte Realisationsrisiken, die dem Erfüllungsbereich zuzuordnen sind, da dem Anleger beim Kursschnitt ein geringerer als der tatsächlich erzielte Verkaufskurs abgerechnet wird oder ein höherer als der tatsächlich erzielte Kaufkurs. Die Grundlage für Kursschnitte liefert aber der Ausführungsbereich, wenn hier täglich mehrere Kurse für einen Titel notiert werden, insbesondere Kurse an verschiedenen Märkten.

Interlokale Kursschnitte, d.h. die Verwendung von Abrechnungskursen von einem anderen Teilmarkt als von dem, auf dem die Transaktion tatsächlich abgeschlossen wurde, sind aus folgendem Grund für den Anleger ungünstiger als einfache intertemporale Kursschnitte, die auch bei zentralisiertem Handel denkbar sind: Wegen des oben erläuterten Gegendispositions-Charakters der Arbitrage werden die Abschlußkurse häufiger auf den Limiten der Aufträge liegen und seltener zwischen den Limiten sofort ausführbarer Orders als bei zentralisiertem Handel. Anders ausgedrückt und auf einen beliebigen Titel bezogen heißt das: Parallelmärkte lassen zusammengenommen in einem bestimmten Wert höhere Tageshöchstkurse und niedrigere Tagestiefstkurse erwarten als ein zentralisierter Handel. Sie erhöhen also die aus Kursschnitten möglichen Spannenerträge und damit den Anreiz zu Kursschnitten. Über die Bedeutung des indirekt

durch Parallelmärkte bedingten zusätzlichen Kursschnittrisikos liegen ebensowenig Anhaltspunkte vor wie für die Verringerung des Risikos des Mitlaufens durch Parallelmärkte. Wie bereits erwähnt, erhalten bei dezentraler Auftragsausführung weniger Personen Kenntnis von einem Auftrag; hier kann sich die Kundennähe des Händlers durchaus auf sein Verhalten auswirken. Außerdem lassen sich die Chancen eines Mitläufers dadurch verhüllen, daß man einen großen Auftrag auf mehrere Teilmärkte aufteilt. Da ein Händler, der nur von einem Teilauftrag erfährt, davon ausgehen muß, daß über die Arbitrage zusätzliche Gegengebote hereinkommen, wird er weniger Anreiz zum Mitlaufen sehen als ein Händler, der an einem Zentralmarkt Einblick in die Auftragslage hätte.

Von den transaktionsbedingten Informationskosten der Anleger her ergibt sich ähnlich wie bei der Kompensation zunächst das Problem adäquater Umsatzpublizität, insbesondere dann, wenn einige Teilmärkte keine Tagesumsätze in einzelnen Werten veröffentlichen. Auf eine detaillierte Begründung kann hier verzichtet werden. Auch eine prompte Berichterstattung über die Kursentwicklung des gesamten Marktes ist weniger leicht zu erreichen als bei zentralisiertem Handel. Die Schwierigkeiten und Möglichkeiten konsolidierter Kurs- und Umsatzberichterstattung sind bereits in Teil 2 auf den Seiten 266 ff. behandelt worden.

Häufig wird behauptet, Parallelmärkte verringerten die Markttiefe, erhöhten also die Kosten sofortigen Abschlusses. Markttiefe hat zwei Quellen: Entweder wird die Möglichkeit sofortigen Abschlusses von den Auftraggebern von Limitorders geboten oder von market makers oder anderen Händlern, die gegen Kurszu- oder abschläge spontan Positionen übernehmen (vgl. Anhang 3). Die erste Quelle scheint durch Parallelmärkte nicht direkt beeinträchtigt

zu sein. Wenn man alle Teilmärkte zusammengenommen mit einem zentralisierten Markt vergleicht, so ist keineswegs einzusehen, warum der Orderstrom dünner werden und warum an den Parallelmärkten weniger limitierte Aufträge liegen sollten. Wie oben erläutert, werden wegen der Dezentralisierung der Gebote einige Aufträge gar nicht oder erst durch Arbitrage ausführbar, so daß an den Parallelmärkten durchaus mehr Aufträge vorliegen können. In die gleiche Richtung deutet ein möglicher akquisitorischer Effekt regionaler Börsen. Allerdings können indirekte Effekte nicht ausgeschlossen werden, wie z.B. eine Rückwirkung der Spanne zwischen Höchst- und Tiefstkursen auf die Limitierung und ein Effekt der (von der horizontalen Segmentierung abhängigen) Transaktionskostensätze auf das Orderaufkommen. Der Effekt von Parallelmärkten auf die zweite, nicht überall zugängliche Quelle der Marktiefe ist dagegen eher ungünstig. Market makers und andere Händler finden bei zentralisiertem Handel wegen des konzentrierten Orderstroms einerseits günstigere Bedingungen für den Abbau von Positionen vor, andererseits sind sie möglicherweise einer schärferen Konkurrenz durch Limitorders ausgesetzt. Bei örtlich dezentralisiertem Handel können ihnen nur durch das Einbringen von Parallelmärkten in ein Marktsystem ähnlich günstige Bedingungen geboten werden wie an einem nur vertikal segmentierten Zirkulationsmarkt.

Es ergeben sich somit keine deutlichen Nachteile in Hinblick auf die Kosten sofortigen Abschlusses. Selbstverständlich ist die Markttiefe an einzelnen Teilmärkten geringer als am Gesamtmarkt. Da Aufträge in aller Regel nur auf einen einzigen Teilmarkt gelangen, werden normalerweise niedrigere Nettoverkaufserlöse oder höhere Bruttobeschaffungskosten anfallen als bei zentralisierten Geboten.

Allerdings versuchen Anleger häufig in den Genuß der vollen Markttiefe zu gelangen, indem sie Großaufträge auf die Teilmärkte verteilen. Dieses Vorgehen ist mühevoll, würde man jedoch nur an einen Markt gehen, hieße das, auf die Bescheidenheit der Arbitrageure zu vertrauen. Ohnehin wird man die Marktlage, insbesondere die Auftragsbestände an den einzelnen Teilmärkten, nie ganz korrekt einschätzen, so daß in aller Regel auch Abschlüsse mit Arbitrageuren hingenommen werden müssen. Daher verringert sich zwar z.B. der Nettoverkaufserlös selbst bei Auftragsteilung gegenüber dem an einem Zentralmarkt, aber das ist nicht auf Marktenge an sich, sondern auf die Schwierigkeiten richtiger Marktwahl zurückzuführen. Was üblicherweise als Marktenge von Parallelmärkten beklagt wird, ist strenggenommen einem anderen Mangel anzulasten: der Unmöglichkeit, auf Parallelmärkten regelmäßig und zuverlässig den günstigsten Kontrahenten am Gesamtmarkt zu finden.

Einen gravierenden Nachteil von Parallelmärkten stellen zweifellos die Kosten duplikativer Einrichtungen dar. Anhaltspunkte für die Bedeutung des Verzichts auf Kostendegressionseffekte lassen sich dadurch gewinnen, daß man die Kosten der Börsenapparate mit ihren Umsätzen in Beziehung setzt und die so gewonnenen Börsenkosten in Promille des Umsatzes für große und kleine Märkte vergleicht. Leider waren die Angaben über die Kosten der Börsen selbst nur für amerikanische Parallelmärkte zugänglich. Wenigstens die vier größten amerikanischen Regionalbörsen stellen vergleichbare Handelseinrichtungen bereit und nehmen in ähnlichem Umfang Aufsichtsfunktionen wahr. Ferner handeln sie fast ausschließlich in Aktien. So sind die Angaben und Umsätze dieser Börsen von ihrer Struktur her geeignet, eine gewisse Vorstellung über die relevanten Größenordnungen zu vermitteln. Zwar notieren sie nicht alle die gleichen Titel, aber vom Zweck der Fragestellung her scheint

das nicht relevant. Im Jahre 1975 betrugen die Börsenkosten in Promille der Umsätze für die NYSE 0,70, für die PSE 2,27, für die MSE 2,94 und für die Amex 4,05. Die Umsätze dieser Börsen sind in den Tabellen K-3 und K-4 auf den S. 206 f. angegeben; danach ist die NYSE mit über 80% der Umsätze die größte Börse, die PSE mit gut 3% die kleinste, während MSE und Amex etwas höhere Umsatzanteile als die PSE haben. Im Durchschnitt der Jahre 1972 - 1975 beliefen sich die umsatzbezogenen Börsenkosten auf 0,64 Promille für die NYSE, auf 2,10 für die Amex, auf 2,66 für die MSE und für die PSE auf 1,86 Promille.

Nach den bisherigen Ausführungen mag der Eindruck entstanden sein: Insgesamt überwiegen bei statischer Betrachtung die Nachteile von Parallelmärkten ihre Vorteile gegenüber einem nur vertikal segmentierten Zirkulationsmarkt. In vielen Fällen wird dieser erste Eindruck zutreffend sein, es kommt indessen entscheidend auf das relative Gewicht der Vor- und Nachteile an. Insbesondere beim Handel von Auslandswerten dürften die Nachteile die Vorteile nicht aufwiegen, da sich Aufträge inländischer Anleger in diesen Werten, wie bereits auf S. 290 ausgeführt, mit weniger und einfacheren Schritten ausführen lassen als an Auslandsmärkten. In vielen Fällen nationaler Parallelmärkte dürften genauere Untersuchungen aus statischer Sicht eine stärkere Zentralisierung des Handels anraten, sei es durch ein Zusammenlegen von Parallelmärkten, sei es durch den Übergang zu einem Marktsystem.

Aus wettbewerblich-dynamischer Sicht stößt eine Reduktion der Zahl von Marktorganisatoren jedoch auf Bedenken. Die Ausführungen, die sich auf den Seiten 324 - 327 zu diesem Problemkreis finden, gelten hier analog. Auch hier kann durch Wettbewerb von Marktorganisatoren besser als auf andere Weise die Anwendung fortschrittlicher Handelsverfahren gesichert werden. Zu diesem Wettbewerb der Marktorganisatoren gehört es selbstverständlich auch, daß ein Markt seine Umsätze an einen anderen verliert, so wie die NYSE entgegen ihrer ursprünglichen Zielsetzung ihre Umsätze in Titeln inländischer öffentlicher Emittenten praktisch vollständig an außerbörsliche market makers verloren hat (vgl. S. 255). Der Handel von Anleihen über market makers dürfte vor allem deshalb gegenüber dem Verfahren der NYSE so erfolgreich gewesen sein, weil limitierte Aufträge hier sehr viel seltener sind als bei Aktien, es kommt dem Anleger bei Anleihen offenbar in aller Regel auf sofortige Ausführung an. Andere Gesichtspunkte sind das im Vergleich zu Aktien bescheidene Positionsrisiko der market makers, das niedrige Kosten sofortigen Abschlusses erlaubt, ferner der Wettbewerb zwischen außerbörslichen market makers sowie ihre sehr beachtlichen Fähigkeiten, Positionsrisiken zu übernehmen. Im Rentenhandel anderer Länder, besonders in Deutschland, scheint eine ähnliche Entwicklung eingesetzt zu haben oder schon weit fortgeschritten zu sein.

Die Bedenken, die viele gegen einen Handel außerhalb des Börsensaals hegen, dürften primär auf einer Gleichstellung von außerbörslich mit ungeregelt, unorganisiert und undurchsichtig beruhen. Dieser Zusammenhang ist jedoch nicht grundsätzlicher Natur. Zweifellos sind die von der NASD organisierten Parallelmärkte oder Ariel, um nur zwei Beispiele zu nennen, wenigstens ebenso strikt geregelt und transparent wie viele traditionelle

Börsen. Daher wurde in diesem Abschnitt nicht zwischen börslichen und außerbörslichen Parallelmärkten unterschieden. Ein Erfolg eines außerbörslichen Marktes zu Lasten einer Börse ist daher durchaus zu begrüßen, wenn beide Märkte überzeugende Handelsverfahren anwenden.

Das gilt entsprechend auch für Parallelbörsen. Anders als in der Vergangenheit, als Kommunikationsprobleme solche Börsen rechtfertigten und sicherten, verlagert sich heute der Schwerpunkt der Existenzbegründung von Parallelmärkten mehr und mehr zum Wettbewerb hin. Parallelmärkte werden damit in zunehmendem Maße zu Konkurrenzmärkten mit mehr oder weniger deutlichen Unterschieden im Transaktionsservice, im Handelsverfahren, in den Provisionen. Daraus ergibt sich, daß wettbewerbsbeschränkende Bestimmungen und Praktiken auch im Effektenhandel vermieden werden sollten. Einerseits muß es prinzipiell möglich sein, daß ein Markt alle Umsätze an einen anderen verliert, wenn Qualität und Preis seiner Transaktionsleistungen nicht mehr im Wettbewerb bestehen können. Andererseits muß ein bestehender oder auch ein neuer, innovativer Konkurrenzmarkt die Chance haben, alle Umsätze an sich zu ziehen. Besonders Börsenzwänge, Provisionsabsprachen (vgl. S. 289 f.) und regionale Marktaufteilungen müssen daher zunehmend als Hemmnisse der Weiterentwicklung des Zirkulationsmarktes gewertet werden. Wenn Fortschritte durch Qualitäts- und Preiskonkurrenz nicht möglich sind, stützen diese Regelungen Parallelmärkte, die bei wettbewerblichem Zugang zu jedem beliebigen Markt längst ihre Aktivitäten eingestellt hätten, verhindern also

eine Zentralisierung des Handels. Sind aber aufgrund neuer Entwicklungen auch Fortschritte in der Produktion von Transaktionsleistungen möglich, unterbinden oder verzögern solche Beschränkungen das Entstehen und den Erfolg von Konkurrenzmärkten. Sie tragen entscheidend dazu bei zu verhindern, daß in erster Linie der Wettbewerb die Frage nach dem jeweils angemessenen Ausmaß der horizontalen Segmentierung beantwortet.

3. Bewertung anderer Formen horizontaler Segmentierung

Einige Formen horizontaler Segmentierung lassen sich teils als Kompensationen, teils als Parallelmärkte interpretieren, so daß auf diese Weise ihre wesentlichen Vor- und Nachteile gegenüber einem nur vertikal segmentierten Markt indirekt herausgestellt werden können. Die Kompensation ist als innerbetrieblicher Ausgleich von Aufträgen ohne selbständige Kursstellung definiert worden. Eine "außerbetriebliche Kompensation" erscheint auf den ersten Blick sinnlos, da man dann die Aufträge auch gleich an den Hauptmarkt weiterleiten könnte. Trotzdem lassen sich einige Einrichtungen durchaus so charakterisieren. Wenn ein Effektenhandelsbetrieb nicht Mitglied des Hauptmarktes ist und deshalb eine kartellarisch fixierte Nichtmitgliedsprovision für die Ausführung von Aufträgen am Hauptmarkt zahlen muß, bilden sich die bereits in Abschnitt 1 angesprochenen Kompensationsveranstaltungen in Form von Regionalbörsen heraus. Solange solche Regionalbörsen von einer selbständigen Kursstellung absehen, treten die Nachteile von Parallelmärkten nicht auf. Es ist daher sehr verständlich, daß die SEC den in ihren ersten Jahren gefaßten Beschluß, die Regionalbörsen zu selbständiger Kursermittlung zu zwingen, schon nach wenigen Monaten wieder aufgegeben hat. Auch der third market läßt sich teilweise so interpretieren. Wegen seiner qualitativen Aspekte hat er aber nicht nur Kompensations-, sondern zugleich ausgeprägten Konkurrenzmarktcharakter.

Sondersegmente sind ebenfalls weitgehend als Kompensationen zu verstehen und damit von der Verfahrenseffizienz her oft positiv zu beurteilen. Bei den börslichen Sondersegmenten für Kleinaufträge in den USA und in Frankreich (Handel "par opposition") wird die Abhängigkeit der Kursstellung

vom Hauptmarkt besonders deutlich. In Deutschland wird sie - wenigstens theoretisch - dadurch erreicht, daß die Feststellung der Einheitskurse zeitlich in den Handel zu fortlaufenden Kursen eingebettet ist. Man kann daher wie in Frankreich und den USA sagen, daß zum bestehenden Marktpreis nicht kompensierbare Spitzen dem Hauptmarkt oder vom Hauptmarkt zur Verfügung gestellt werden.

Auch manche Sondersegmente für Blocks zeigen deutliche Elemente einer Kompensation. Bei Blocks geht es nicht nur um die bereits erwähnten einfachen Provisionsvorteile, es kommen - auch absolut gesehen - hohe Kosten sofortigen Abschlusses und nicht selten hohe kalkulatorische Kosten der Sicherung gegen Mitlaufen hinzu. Hier lohnt es sich daher häufig, geduldig auf eine passende Gegenorder zu warten (fourth-market houses) oder wenigstens der geplanten Ausführung am Hauptmarkt eine Art Kompensationsversuch vorzuschalten, indem man sein Handelsinteresse potentiellen Kontrahenten kurz ankündigt, bevor man im Falle mangelnden Gegeninteresses doch an den Hauptmarkt geht (Instinet, AutEx, Ariel, Comstock). Systeme wie AutEx und Comstock bringen über die Vorteile der Kompensation hinaus noch eine Verschärfung des Provisionswettbewerbs für Blockaufträge ins Spiel, da sie kleineren Effektenhandelsbetrieben, die anders als große Brokerfirmen selbst kein Verbindungsnetz mit institutionellen Anlegern aufbauen und sich somit keine Möglichkeiten (innerbetrieblicher) Kompensation schaffen konnten, eine gute Chance bieten, dennoch im Vorfeld des Hauptmarktes zu Abschlüssen zu kommen. Darüber hinaus zeigten die drei ersten Systeme zunächst die Merkmale von Konkurrenzmärkten: Sie oder wenigstens einige ihrer Teilnehmer boten im Gegensatz zu den Mitgliedern der Hauptmärkte den bloßen Transaktionsservice an, insbesondere ohne jede Anlageberatung, und waren damit

Schrittmacher des "unbundling" von Effektenhandelsleistungen. In den USA hat diese Praxis Nachahmer gefunden. Ariel hat dagegen in London seinen Konkurrenzmarkt-Charakter behalten, zumal dort der Handel ohne jobbers eine Besonderheit darstellt.

Der Nachteil dieser Systeme ist die in der Regel selbständige Kursstellung innerhalb des Sondersegments. Wie bei Parallelmärkten wirft sie wegen der Kursdifferenzen gegenüber dem Hauptmarkt Probleme der Nichtbedienung auf, in vielen Fällen zusätzlich Probleme der Arbitrage. Die bisher konsequenteste Lösung dieses Problems hat die NYSE gefunden. Der Abschluß des Blockgeschäfts an dieser Börse zum clean-up price (vgl. S. 221) vereint wesentliche Vorteile der Kompensation, vermeidet Nichtbedienung und Arbitrage zwischen Blocksegment und Hauptmarkt und sichert zudem noch die Umsatzmeldung. Wegen der wachsenden Umsätze in den Blocksegmenten muß man sich mitunter fragen, welches Segment als Hauptmarkt und welches als Sondersegment zu bezeichnen ist. Trotz hoher Umsätze ist die Zahl der Aufträge in den Blocksegmenten regelmäßig sehr viel bescheidener als am Hauptmarkt, und eine Kursermittlung ist daher meist nicht einmal nach dem Market-maker-Prinzip möglich (vgl. Anhang 2). Nicht zuletzt aus diesem Grunde ist es wenig wahrscheinlich, daß die Blockmärkte die bisherigen Hauptmärkte zu Sondersegmenten für Kleinaufträge degradieren, wogegen grundsätzlich nichts eingewandt werden kann. Auch ein weiterer denkbarer Nachteil von Blocksegmenten erscheint unerheblich: Der zunehmende Anteil der Blocksegmente an den Umsätzen könnte bedeuten, daß einige Titel in Segment 3 zurückgestuft werden müßten. Diese Gefahr ist gering, da institutionelle Anleger sich primär Spitzenwerten zuwenden, so daß trotz der Effekte der Institutionalisierung den

Hauptmärkten noch ausreichend Aufträge zur Ermittlung selbst von Gesamtkursen verbleiben.

Abschließend sei noch kurz auf die wichtigsten Vor- und Nachteile des vor- und nachbörslichen Handels eingegangen:

1. Die Kosten der Suche nach dem günstigsten Kontrahenten und die Kosten des Abschlusses sind hier geringer als die, die bei einer Ausdehnung der Börsenzeit anfielen. Wegen gelegentlicher Transaktionen in einem überschaubaren Teilnehmerkreis braucht man nicht alle am regulären Handel Beteiligten in Bereitschaft zu halten.
2. Der warteunwillige Anleger ist meist in besonderer Weise Transaktionsrisiken ausgesetzt (vgl. S. 304).
3. Es kann sich der Nachteil mangelhafter Kurs- und Umsatzpublizität ergeben.
4. Für den Anleger ergibt sich als Vorteil die Möglichkeit sofortigen Abschlusses, entsprechend oder analog dem Konzept "modifizierte Grundstruktur A" (vgl. S. 303 f.).

Wenn dagegen, wie häufig der Fall, gar keine Anleger am Handel teilnehmen und die Effektenhandelsbetriebe unter sich ohne Publizität ihre Bestände umschichten, berührt das die Verfahrenseffizienz definitionsgemäß nicht.

Zwei Sonderfälle des vor- und nachbörslichen Handels verlangen eine zusätzliche Bewertung. Zum einen bietet es sich im vorbörslichen Handel an, auf die aufgrund der hereingegangenen K ndenaufträge erwartete Kurstendenz hin zu disponieren, z.B. bei einem Überhang an Kaufaufträgen zu versuchen, möglichst nahe an den Kursen des Vortages Stücke zu bekommen. Da hierbei die Gefahr besteht, daß Material aufgenommen wird, welches sonst am Hauptmarkt, z.B. an der Börse, unmittelbar zur Verfügung gestanden

hätte, ist dieses Vorgehen nicht anders zu qualifizieren als Mitlaufen. Einen gewissen Schutz vor diesem Transaktionsrisiko bieten Vorschriften, nach denen kein Effektenhandelsbetrieb zu Kursen kaufen oder verkaufen darf, zu denen sich Kauf- bzw. Verkaufsorders von Kunden ausführen ließen, die die Händler dieses Betriebs halten oder kennen. Zum anderen ergeben sich Parallelen zur Bewertung von Kompensation und von Parallelmärkten, wenn Auslandswerte während der Handelszeit an derem überseeischen Hauptmarkt vor- oder nachbörslich umgesetzt werden. Es ist gleichgültig, ob man einen solchen Handel als Parallelmarkt oder als eine Art Kompensationsveranstaltung zur Ermittlung der am Hauptmarkt abzudeckenden Spitzen interpretiert. In beiden Fällen wird er heute noch zur Erhöhung der Verfahrenseffizienz des Zirkulationsmarktes beitragen.

C. ZUR FRAGE DER AUTOMATION DES EFFEKTENHANDELS

Die für diese Arbeit relevanten Einflüsse elektronischer Datenverarbeitung auf den Effektenhandel wurden zwar bereits an verschiedenen Stellen, besonders in Teil 2, ausführlich beschrieben, ihre Effekte auf die Verfahrenseffizienz sind jedoch bisher nicht systematisch dargestellt worden. Da der Auftrag für diese Untersuchung verlangt, die Vor- und Nachteile eines Marktsystems, das die Transaktionen mit Hilfe elektronischer Datenverarbeitung bewältigt, gegenüber mit herkömmlichen Verfahren arbeitenden Märkten unter dem Gesichtspunkt des Anlegerinteresses aufzuzeigen (vgl. Anhang 4), erscheint es zweckmäßig, Fragen der Automatisierung des Effektenhandels an dieser Stelle geschlossen zu behandeln, obwohl sie auch in den Abschnitt B hätten eingefügt werden können.

Offenbar geht es hier nicht zuletzt um die Frage, ob nicht der Grad horizontaler Segmentierung verringert werden kann, indem man Teilmärkte elektronisch verknüpft, besonders um die Nachteile von Parallelmärkten zu mindern, ohne auf ihre Vorteile verzichten zu müssen. Bevor diese Frage aufgegriffen werden kann, ist zunächst zu klären, wie man den Übergang zu einem automatisierten Handel beurteilen soll. Dabei kann im Rahmen dieser Arbeit zweifellos kein detaillierter Verfahrensvergleich angestellt werden. Die Analyse beschränkt sich daher auf einige grundsätzliche und zusammenfassende Überlegungen und baut auf den einschlägigen Passagen vor allem in Teil 2 auf (vgl. S. 66 - 70, 89 - 91, 108, 120 f., 133 - 137, 223, 225, 243 - 247, 252, 262 - 280). Wegen ihrer Verschiedenartigkeit wird die Automation des Handels in den Segmenten 1 und 2 und in den Segmenten 3 und 4 getrennt behandelt.

In den meisten untersuchten Ländern werden zunehmend elektronische Orderdispositionssysteme verwendet, um die Kosten der Auftragsbearbeitung zu senken. Teils haben sich große Effektenhandelsfirmen diese Einrichtungen geschaffen, teils sind sie ein Service der Börse, der allen Mitgliedern offensteht. Diese Systeme leiten alle oder einen Teil der Aufträge automatisch an die Börsenbüros einzelner Mitgliedsfirmen oder direkt an den Markt des Titels, z.B. zum specialist der NYSE. Außerdem werden die zur Erfüllung der Börsengeschäfte notwendigen Arbeiten entweder bereits durch elektronische Datenverarbeitungssysteme durchgeführt, oder man strebt diese Lösung an. Bei einer Verknüpfung der Orderdispositionssysteme und des Erfüllungssystems an einer Börse durch automatisierte Abschlüsse wären die Auftragsdaten, einmal eingegeben, von der Auftragserteilung bis zur Lieferung im System verankert. Dieses Ergebnis wäre von den gesamten Kosten der Auftragsausführung her sehr interessant. Auch von der Aufsicht und den Transaktionsrisiken her gesehen hätte eine solche Lösung beachtliche Vorteile. Zum einen könnte der Handelsablauf - anders als beim herkömmlichen Verfahren - leicht chronologisch aufgezeichnet werden und wäre bei Bedarf im Detail nachvollziehbar, z.B. um Beschwerden von Anlegern auf den Grund zu gehen. Zum anderen würde das Programm des Systems die Anlegerschutzbestimmungen für den Ausführungsbereich berücksichtigen und ihre Anwendung zuverlässiger gewährleisten, als es bei mündlichen Abschlüssen möglich ist.

Wer allerdings jemals auf dem Parkett einer großen Börse einen Tag mit lebhaftem Geschäft erlebt hat, der wird bezweifeln, daß sich die Ergebnisse dieser atemberaubenden Aktivität auch mit der nüchternen Technik elektronischer Datenverarbeitung erreichen lassen. Viele Börsenmitglieder sehen die Informationen, die sie dem Verhalten, dem

Aussehen und der Stimme anderer Händler entnehmen, als wesentlich an und können sich ein erfolgreiches Arbeiten unter anderen Bedingungen kaum vorstellen. Sie weisen darauf hin, daß den Überblick über einen regen oder gar hektischen Handel einer bestimmten Gruppe von Werten nur ein Händler behalten kann, der im Börsensaal dabei ist.

Diese Argumente gegen eine Automatisierung des Handels scheinen in den letzten Jahren an Gewicht verloren zu haben. Es wird anerkannt, daß Gebotsanzeigesysteme bei geeigneter Ausgestaltung einen hervorragenden Überblick über die Marktlage bieten können, soweit sich die Informationen tatsächlich auf Gebote auf beiden Marktseiten beziehen. Zweifellos sind solche Systeme nicht in der Lage, Aufschlüsse zu vermitteln, wie sie sich aus dem unmittelbaren Beobachten anderer Händler ergeben können. In der Zukunft werden jedoch die Kostenvorteile automatisierten Handels deutlicher hervortreten, und damit dürfte sich die Bereitschaft der Händler erhöhen, auf derartige Informationen zu verzichten. Schließlich hat bereits der Telefonhandel die Dimensionen persönlichen Kontaktes stark reduziert. Handelssysteme wie Instinet und Ariel verzichten nun auch auf den stimmlichen Kontakt. Die Mitglieder der Cincinnati Stock Exchange handeln seit kurzem nach einem ähnlichen Verfahren. Auch an der NYSE werden täglich Tausende von Aufträgen, die über weniger als 300 Stück Aktien lauten, ohne jeden persönlichen Kontakt mit einem anderen Händler allein vom specialist ausgeführt. Beim Abschluß zu errechneten Gesamtkursen wird schon seit langem in vielen Fällen auf eine persönliche Beteiligung vollkommen verzichtet; die reine Rechenoperation kann durchaus vom Computer übernommen werden, wie das Beispiel der Brüsseler Börse zeigt (vgl. S. 120 f.).

Allerdings gibt es noch keine bedeutende Börse mit einem auch nur weitgehend automatisierten Handel. Das ist wenig erstaunlich, wenn man sich die Anforderungen an ein solches System klarmacht. Die Aufgabe, hereinkommende Kleinaufträge bei unselbständiger Kursstellung - also zu vorherbestimmten Kursen - automatisch auszuführen (Odd-lot-Handel), die Ausführung anzuzeigen und die relevanten Daten für die Erfüllung der Geschäfte zu speichern, ist noch relativ einfach und daher früh gelöst worden. Auch ein automatisierter oder besser computergestützter Handel in der Form, daß Gebote dem specialist oder wie bei Ariel einem relativ kleinen Teilnehmerkreis elektronisch übermittelt und - evtl. nach einer Verhandlung über das System - durch Eingabe eines Kommandos akzeptiert werden, ist noch relativ einfach zu bewältigen. Bei einer großen Zahl von Teilnehmern und bei einer raschen Abfolge von Geboten verschiedener Größe auf beiden Marktseiten ist ein computergestützter Abschluß zu Kursen, welche die Händler noch selbst unmittelbar bestimmen, nicht mehr praktikabel. Diese Situation ist aber gerade typisch für die Hauptmärkte der Segmente 1 und 2. Hier muß der Computer selbst die Aufgabe übernehmen, das oder die gerade bestehenden günstigsten Gegengebote zu suchen und dann abzuschließen. Hierbei sind besonders die Bestände an Limitorders zu berücksichtigen. Wie der Vorschlag von Merrill Lynch (vgl. S. 277) darlegt, wäre es dann wünschenswert, daß das System ungünstige Spannen selbst erkennt. Es müßte so programmiert sein, daß es ein Gebot zunächst innerhalb der Spanne abgibt. Bleibt dieses Gebot ohne Erfolg, wäre z.B. ein Kaufgebot nach einigen Minuten zu einem niedrigeren Kurs zu wiederholen. Darüber hinaus sollte das Programm zusätzliche Sicherungen für die Fälle vorsehen, in denen keine ausreichende Konkurrenz um Gebote besteht.

Schließlich müßte das System wenigstens eine geordnete Eröffnung zu Gesamtkursen bewältigen können, die in den Segmenten 1 und 2 auf jeden Fall dem Handel zu Einzelkursen vorausgehen. Im Gegensatz zum Handel nach herkömmlichen Verfahren scheint das Problem hier selbst bei äußerst lebhaft umgesetzten Werten nicht die Errechnung des Gesamtkurses zu sein, so daß unterschiedliche Techniken für Segment 1 und Segment 2 nicht mehr erforderlich wären (zumal das System auch Einzelabschlüsse in sehr schneller Folge meistern könnte). Es ist durchaus denkbar, daß das System für eine gewisse Zeit vor Eröffnung des Handels, z.B. für 30 Minuten, ständig oder in kurzen Abständen für jeden Wert provisorische Gesamtkurse aufgrund der momentanen Auftragslage sendet. Auf diese Information hin könnten laufend zusätzliche Aufträge von Händlern und von Anlegern über ihre Agenten eingegeben werden, denen der provisorische Gesamtkurs günstig erscheint. Der Handel würde dann zu dem Gesamtkurs eröffnet, der zu Beginn des Handels erreicht ist.

Diese Ausführungen mögen genügen, um die Komplexität einer vollen Automatisierung des Ausführungsbereichs anzudeuten. Sie machen auch deutlich, daß sich - wie nicht anders zu erwarten - an den Grundsätzen des Handels nach dem Auktionsprinzip nichts ändert und daß damit auch das Problem unzureichender Konkurrenz von Geboten bestehen bleibt, das Hauptproblem des Anlegerschutzes im Ausführungsbereich. Ziel eines automatisierten Handels ist zunächst die Reduktion der Kosten der Auftragsbearbeitung im Ausführungsbereich, insbesondere durch Verzicht auf eine Händlerversammlung und auf das Einschalten mitgliederprovisionsorientierter Marktteilnehmer, die daher die schärfsten Gegner der sich abzeichnenden Evolution stellen, während besonders große anlegerprovisions-

orientierte Häuser darin Vorteile sehen. Über diese Kostenreduktion hinaus könnten sich Vorteile daraus ergeben, daß die Transparenz des Geschäftsablaufs den Anleger von der fairen Ausführung seines Auftrags in besonderem Maße überzeugt. Hierzu trägt auch die Beschleunigung der Transaktionen bei. Die Ausführung eines Auftrags könnte häufig - ähnlich wie bei Nasdaq - binnen kürzester Frist bestätigt werden, also während der Beratungskontakt mit dem Kunden noch fortbesteht, was weitere Transaktionen erleichtern dürfte.

Wegen der unterschiedlichen Interessenlage der Marktteilnehmer und wegen der Schwierigkeiten der Automatisierung überrascht es nicht, daß die Entwicklung nur langsam fortschreitet und daß die stärksten Impulse zur Weiterentwicklung der Effektenhandelstechnik in den Vereinigten Staaten vom Gesetzgeber und von der Aufsichtsbehörde ausgehen und sich nicht auf einzelne Börsen richten, sondern auf ein Marktsystem abzielen. Schon ein gemeinsames Gebotssystem aller Teilmärkte verringert die oben ausführlich dargestellten Nachteile von Parallelmärkten, obwohl sich hier noch das Problem der Weiterleitung an den Markt mit dem günstigsten Kontrahenten ergibt, besonders für kleinere Firmen. Eine Integration aller Teilmärkte in einen automatisierten Handel beseitigt diese Nachteile vollkommen, insbesondere sichert ein solches voll entwickeltes Marktsystem den Abschluß zu den günstigsten am Gesamtmarkt erzielbaren Kursen. Das System muß allerdings so attraktiv sein, daß es alle Marktteilnehmer benutzen. Um diese Attraktivität zu sichern, scheint es notwendig, mehrere Marktorganisatoren zu haben. Das Konzept eines Marktsystems verbietet zwar, daß die Rolle eines Konkurrenzmarktes von einem Parallelmarkt übernommen wird. Innerhalb des Marktsystems ist lediglich eine Konkurrenz über die Kurse der Effekten

und über Preis, Umfang und Qualität der Finanzdienstleistungen möglich, soweit die Qualität nicht durch das System selbst fixiert ist. Es ist jedoch durchaus auch eine Konkurrenz um Emittenten zwischen Marktorganisatoren verschiedener vertikaler Segmente oder Teilsegmente denkbar, insbesondere eine Konkurrenz zwischen dem Marktorganisator des Segments 1/2 und dem des Segments 3.

Die Automatisierung des Segments 3 scheint aus mehreren Gründen leichter. Erstens ist die Zahl der Transaktionen geringer als im oberen Segment. Zweitens sind die Rollen der Marktteilnehmer klarer verteilt, allein die market makers haben Kurse einzugeben, und man kann nur ihre Gebote annehmen. Drittens gibt es keine mitgliederprovisionsorientierten Händler, deren Widerstände zu überwinden sind. Es ist daher nicht erstaunlich, daß der Fortschritt sich in diesem Segment am deutlichsten zeigt. Nasdaq ist zwar zunächst primär ein gemeinsames Gebotsanzeigesystem seiner market makers, eine spätere Erweiterung zu automatisierten Abschlüssen hin ist jedoch von Anfang an vorgesehen und dürfte in Angriff genommen werden, sobald das zugehörige Erfüllungssystem perfektioniert ist. Ein zweites Beispiel für den Fortschritt im Segment 3 ist Eurex. Die positiven Effekte dieser Systeme auf die Verfahrenseffizienz sind so offensichtlich, daß die einzelnen Aspekte hier nicht angesprochen werden.

Da Eurex auch einen Handel von Werten vorsieht, die keinen market maker finden, wird damit ein erster Schritt auf die Automatisierung des Handels im Segment 4 getan. Solche Schritte sind auch in Zukunft zunächst nur als Ergänzung von Entwicklungen zu erwarten, die in erster Linie auf aktivere Werte ausgerichtet sind. Die Automatisierung des

Handels kann die Kosten der Auftragsbearbeitung senken, die Einhaltung von Anlegerschutzbestimmungen sichern, die Transparenz des Marktgeschehens erhöhen und die Konkurrenz der Händler verschärfen. Die von den Umsatzmerkmalen eines Titels gesteckten Grenzen kann die Automatisierung des Handels aber genauso wenig wie herkömmliche Handelsverfahren überwinden.

D. SCHLUSSFOLGERUNGEN FÜR DIE BÖRSENPOLITIK DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

Der Auftrag für diese Arbeit verlangt eine Antwort auf zwei übergreifende Fragen:

1. Ist für die Zirkulationsmärkte der einzelnen Mitgliedsländer im Interesse eines einwandfreien Funktionierens des Gemeinsamen Marktes eine ähnliche Organisationsform empfehlenswert?
2. Stellt ein integrierter oder ein aufgespaltener Markt die bessere Organisationsform dar?

Die zweite Frage muß vor der ersten beantwortet werden, da sich ohne Kenntnis der überlegenen Organisationsform Aussagen darüber verbieten, ob und wie die Marktstrukturen in den einzelnen Mitgliedsländern einander angepaßt werden sollten.

Die Untersuchungen des Ausführungsbereichs der Zirkulationsmärkte in den Mitgliedsländern der Europäischen Gemeinschaften, in Japan und in den Vereinigten Staaten haben deutlich gemacht, daß in jedem Land eine meist sehr ausgeprägte vertikale Segmentierung besteht. Auch eine horizontale Segmentierung findet man in allen untersuchten Ländern. Neben der horizontalen Segmentierung in den nationalen Räumen ist die im internationalen Rahmen zu berücksichtigen, zumal die Spitzenwerte fast aller Länder auch an ausländischen Märkten gehandelt werden. Die theoretische Analyse hat ergeben, daß eine vertikale Segmentierung die Effizienz der Zirkulationsmärkte verbessert und an den Umsatzmerkmalen der gehandelten Werte anknüpfen muß. Die horizontale Segmentierung, wenngleich in einigen Fällen mit schwerwiegenden Nachteilen verbunden, ist wenigstens für die Sicherung der Verfahrenseffizienz des Handels von Auslandswerten erforderlich. Darüber hinaus sind Parallelmärkte und verschiedene Marktorganisatoren für vertikale Segmente

unter längerfristigen Aspekten durchaus wünschenswert, da ein Wettbewerb der Marktorganisatoren grundsätzlich ein rascheres Umsetzen des technischen und ökonomischen Fortschritts in effizientere Handelsverfahren erwarten läßt als eine primär auf interne Impulse angewiesene Weiterentwicklung dieser Verfahren durch nationale Zentralbörsen mit hoheitlich gesicherten Handelsmonopolen. Dieser Gesichtspunkt ist wegen der Perspektiven, die der Fortschritt der Kommunikationstechnik eröffnet, heute besonders bedeutsam.

Die überlegene Organisationsform eines Zirkulationsmarktes ist also nicht eine Zentralbörse mit einem einzigen Verfahren für alle in einem Land gehandelten Effekten. Vielmehr sollten mehrere Marktorganisatoren in Konkurrenz miteinander verschiedene Handelsverfahren für unterschiedliche oder auch für die gleichen Werte anbieten. Ein in diesem Sinne aufgespaltener Markt ist bereits - mehr oder weniger ausgeprägt - in allen Ländern der Gemeinschaft anzutreffen. Die Antwort darauf, welcher Grad der Segmentierung jeweils angemessen ist, hängt im wesentlichen ab

1. von den Umsatzmerkmalen der in einem Land gehandelten Titel
2. von den gegenwärtig dort praktizierten und den realisierbaren Handelsverfahren
3. vom Stand der Kommunikationstechnik und von den Kosten der Datenübermittlung
4. von Art und Umfang der Nachfrage verschiedener Anlegergruppen nach Transaktionsleistungen
5. von der Zahl und der Struktur der Wirtschaftszentren eines Landes.

Nunmehr kann auch auf die Frage eingegangen werden, ob für die Zirkulationsmärkte der einzelnen Mitgliedsländer im Interesse eines einwandfreien Funktionierens eine ähnliche Organisationsform empfehlenswert ist. Die eben genannten fünf Bestimmungsfaktoren eines angemessen segmentierten Zirkulationsmarktes zeigen von Land zu Land verschiedene Ausprägungen. Daher muß davon ausgegangen werden, daß auch von Land zu Land unterschiedliche Organisationsstrukturen des Zirkulationsmarktes von den Gegebenheiten der nationalen Märkte her sehr wohl erforderlich sein können. So werden sich nur für wenige Länder vier voll entwickelte vertikale Segmente empfehlen (vgl. S. 295 - 305). In manchen Staaten mag von Zeit zu Zeit eine so ausgezeichnete Organisation des Zirkulationsmarktes gelingen, daß kein Raum für Konkurrenzmärkte verbleibt. Ferner ist auf jeden Fall zu erwarten, daß den einzelnen vertikalen Segmenten und Sondersegmenten für Kleinaufträge oder für Blocks von Land zu Land unterschiedliches Gewicht zukommt. Das Gesamterscheinungsbild der Zirkulationsmärkte wird grundsätzlich von Land zu Land erheblich differieren, wenn auch einzelne Segmente, insbesondere die Hauptmärkte umsatzstarker Aktien, eine weitgehend einheitliche Grundstruktur aufweisen werden.

Man könnte nun einerseits versucht sein, von den genannten fünf Faktoren her Marktstrukturen abzuleiten, die zum Zeitpunkt der Analyse optimal erscheinen, und diese Strukturen durch börsenpolitische Maßnahmen realisieren zu wollen. Andererseits könnte man es aktuellen und potentiellen Marktorganisatoren überlassen, solche Analysen zu erarbeiten, um daraus Konsequenzen für ihr Wettbewerbsverhalten zu ziehen.

Prinzipiell ist der zweite Weg vorzuziehen. Die Marktorganisatoren verfügen aus erster Hand über Kenntnisse darüber, wie sich besonders die vier erstgenannten Faktoren im Zeitablauf verändert haben und welche Entwicklungstendenzen erwartet werden können. Die Marktorganisatoren sind es auch, die anstehende Strukturänderungen vornehmen müssen, und sie werden sich dazu eher durch Wettbewerbsdruck als durch Reformpläne motivieren lassen. Die Ausführungen in Teil 2 und besonders in den letzten Abschnitten haben gezeigt, daß ein Wettbewerb zwischen Marktorganisatoren dort, wo man ihn erlaubt und fördert, durchaus wirksam sein kann.

Daraus ergibt sich die Forderung, daß die Börsenpolitik nicht Richtung und Ausmaß von Änderungen der Marktorganisation vorgeben, sondern Rahmenbedingungen für die Konkurrenz auf den Effektenmärkten setzen sollte, insbesondere für den Wettbewerb der Marktorganisatoren. Zum einen müssen solche Rahmenbedingungen den Schutz der Marktbenutzer, in erster Linie der Anleger, durch segmentadäquate Vorkehrungen verfolgen, zum anderen, und darauf kommt es hier an, sollten sie ausreichenden Spielraum für eine angemessene Segmentierung bieten.

Ausreichender Spielraum für angemessene vertikale Segmentierung bedeutet konkret: Es muß erstens für Effektenhandelsbetriebe möglich sein, sich in einer Börse zu vereinigen, um umsatzstarke Werte nach dem Auktionsprinzip zu Gesamtkursen zu handeln. Zweitens müssen sich market makers etablieren können. Drittens sollten Effektenhandelsbetriebe, die den Handel in selten umgesetzten Werten pflegen wollen, in ihren Bemühungen, Abschlüsse zu ermöglichen, nicht an eine bestimmte Vorgehensweise gebunden

sein, insbesondere nicht durch Abschlußpflichten an einer Börse. Die Zuordnung der Werte zu einem bestimmten vertikalen Segment sollte vorzugsweise dem Wettbewerb der Marktorganisatoren um Emittenten überlassen bleiben; schon daraus ergibt sich, daß mehr als ein Marktorganisator erlaubt sein sollte.

Ausreichender Spielraum für angemessene horizontale Segmentierung heißt: Jede Gruppe von Effektenhandelsbetrieben, die davon überzeugt ist, einen Transaktionsservice bieten zu können, der den Präferenzen bestimmter Anleger in besonderer Weise entspricht, muß einen Parallelmarkt oder ein Sondersegment einrichten können. Jeder Marktorganisator, z.B. jede Börse, sollte einen anderen durch Qualitäts- und Preiswettbewerb verdrängen können, ohne darin selbst oder indirekt über Mitgliedsfirmen behindert zu sein durch regionale Zuständigkeiten, durch Mindestprovisionen oder einheitliche Zulassungsgebühren.

Es wäre vermessen zu behaupten, ein solcher Wettbewerbsrahmen reiche aus, um jederzeit den jeweils höchstmöglichen Grad der Verfahrenseffizienz sicherzustellen. In den meisten Mitgliedsländern sind die Umsätze auf den Zirkulationsmärkten und damit die Provisionserlöse bescheiden. Die Mittel, die für Weiterentwicklungen zur Verfügung stehen, sind daher eng begrenzt, und der Wettbewerbsanreiz ist vielfach gering, besonders wenn ein aktiver Wettbewerber mit negativen Rückwirkungen auf andere Geschäftssparten rechnen muß. Darüber hinaus wirken die geringe Zahl von Effektenhandelsbetrieben in kleineren Ländern und die lange Tradition von Wettbewerbsbeschränkungen im Effektenhandel einer Konkurrenz von Marktorganisatoren entgegen. Schließlich mindert die Effizienz des kooperativen Handels umsatzstarker Werte die Erfolgschancen eines neuen Marktorganisators in den Segmenten 1 und 2.

Aus diesen Gründen mag eine Börsenpolitik, die eine kontinuierliche Erhöhung der Verfahrenseffizienz primär dem Wettbewerb überläßt, in kleinen Ländern nur unzureichend wirken. Bei größeren Wirtschaftsräumen verlieren diese Bedenken jedoch an Gewicht, besonders innerhalb des Gemeinsamen Marktes, da folgendes zu bedenken ist: Erstens gibt es in den Ländern der Gemeinschaft immerhin 33 Vereinigungen, die einen oder mehrere Börsensäle unterhalten, und eine erhebliche Zahl anderer Marktorganisatoren, hinter denen allerdings nur in wenigen Fällen Gruppen von Effektenhandelsbetrieben stehen; anders als z.B. in den Vereinigten Staaten sind die europäischen Börsen kaum durch Doppel- oder besser Mehrfachmitgliedschaften verbunden. Zweitens werden besonders die Aktien großer europäischer Gesellschaften zunehmend in mehreren Ländern der Gemeinschaft gehalten und gehandelt, die Zahl und die Bedeutung innergemeinschaftlicher Parallelmärkte haben sich laufend erhöht. Drittens erstellen diese Parallelmärkte mit Hilfe hochentwickelter Handelsverfahren differenzierte Finanzdienstleistungen und bieten sie zu unterschiedlichen Preisen an. Da nun die Entwicklung innerhalb der Gemeinschaft auch weiterhin eher in Richtung auf ein einheitliches Wirtschafts- und Währungsgebiet hin verlaufen dürfte als in entgegengesetzter Richtung, werden zwar die Nachteile dieser Parallelmärkte gegenüber ihren Vorteilen immer mehr ins Gewicht fallen, gleichzeitig wird sich aber ein gradueller Übergang von Parallelmärkten zu Konkurrenzmärkten ergeben, und die Marktorganisatoren werden sich ganz zwangsläufig einem immer intensiver werdenden Wettbewerb ausgesetzt sehen.

Die Ausgangslage für eine wettbewerbsorientierte Börsenpolitik im Gemeinsamen Markt ist daher außerordentlich günstig. Eine solche Politik wird sicherlich nicht über Nacht spektakuläre Änderungen der Marktstruktur bewirken,

aber man kann sehr wohl erwarten, daß sie auf mittlere Sicht zuverlässiger als hoheitliche Eingriffe zu einer angemessenen Segmentierung führt. Der Wettbewerbsprozeß wird die Zahl der Parallelmärkte reduzieren und manche Marktorganisatoren zur Aufgabe oder zur Spezialisierung zwingen. Es erscheint auf jeden Fall zweckmäßiger, eine derartige Entwicklung zu begünstigen und abzuwarten, als bereits heute auf der Basis der gegenwärtig bestehenden Marktstrukturen - etwa nach amerikanischem Vorbild mit dem Plan eines Marktsystems - gegen die Nachteile von Parallelmärkten angehen zu wollen, sei es innerhalb einzelner Mitgliedsländer oder im Rahmen der Gemeinschaft.

Damit sich die günstige Ausgangslage für einen Wettbewerb der Marktorganisatoren auswirken kann, müssen die Schranken fallen, die den Spielraum für angemessene Segmentierung in einzelnen Mitgliedsländern einengen (vgl. S. 367 f.). Außerdem sollte ein Anleger oder sein beauftragter Händler auf der Suche nach dem günstigsten Gegengebot freie Wahl nicht nur zwischen inländischen Teilmärkten haben, sondern auch ohne besondere Schwierigkeiten die Gebote auf anderen innergemeinschaftlichen Parallelmärkten berücksichtigen können. Es wird dabei nicht darauf ankommen, ob die Gebote an einer Broker- oder Bankenbörse abgegeben werden. Lediglich einige Grundbedingungen des Handels müßten einander angeglichen sein, insbesondere sollten intensivere Anstrengungen als bisher unternommen werden, um die Lieferbedingungen so zu vereinheitlichen, daß es für einen Anleger unerheblich wird, wo in der Gemeinschaft er liefern muß oder Lieferung erhält.

Eine dritte Wettbewerbsvoraussetzung können erfolgreiche weitere Bemühungen mit dem Ziel schaffen, die Börsenumsatzsteuer und vergleichbare Steuern zu beseitigen (vgl. S. 35). Solange solche Steuern mit unterschiedlichen Sätzen und

Bemessungsgrundlagen erhoben werden, kann ein Markt an Boden verlieren, obwohl er die besten Bedingungen für die kostengünstige Produktion von Transaktionsleistungen bietet. Wegen der geringen Höhe der Transaktionskosten bezogen auf den Transaktionswert können selbst kleine Unterschiede in den Sätzen von Steuern auf den Wert der umgesetzten Papiere bedeuten, daß ein Markt keinerlei Erfolgschance gegenüber Märkten in einem anderen Land hat, das einen niedrigeren Satz verlangt oder auf derartige Bagatellsteuern ganz verzichtet. Mehrwertsteuern auf Provisionen, die in einigen Ländern zusätzlich zu Steuern auf den Transaktionswert üblich sind, fallen zwar weniger stark ins Gewicht und können durch Rationalisierungsmaßnahmen beeinflußt werden, aber auch sie behindern den Wettbewerb.

Wie eingangs ausgeführt, ist von allen Anstrengungen zur Erhöhung der Verfahrenseffizienz der Zirkulationsmärkte über den bereits erreichten hohen Stand hinaus nicht mehr zu erwarten als eine geringfügige Senkung der Kapitalkosten und ein bescheidenes Anheben der Renditen von Effekten. Wenn auch diesen Anstrengungen wegen ihrer langfristigen Effekte und wegen ihrer Rückwirkungen auf die relative Attraktivität direkter und indirekter Finanzierung ein erhebliches Gewicht zukommt, so ist doch nicht zu übersehen, daß sich die direkte Finanzierung in den Mitgliedsländern der Gemeinschaften auf anderen Wegen leichter und effektvoller fördern läßt, sei es dadurch, daß man die eben genannten Bagatellsteuern beseitigt, sei es durch weitere Bemühungen, besonders die Körperschaftsteuern so umzugestalten, daß die Aktie als Finanzierungsinstrument nicht mehr diskriminiert ist.

Anhang 1

DIE BEZIEHUNGEN ZWISCHEN KAPITALKOSTEN, EFFEKTIVRENDITE UND MINDESTVERZINSUNG UNTER BERÜCKSICHTIGUNG MARKTORGANISATIONSBESTIMMTER KOSTEN

Die Argumentation auf den Seiten 9 - 16 baute auf gewissen Beziehungen zwischen den marktorganisationsbestimmten Kosten und anderen Größen auf, die hier genauer herausgearbeitet werden. Ausgangspunkt waren die Interessen der Anleger und Emittenten: Die Anleger wollen eine möglichst hohe Effektivrendite erzielen, der Emittent wünscht möglichst geringe Kapitalkosten. Es wurde behauptet, diese Interessen beider Gruppen seien umso besser gewahrt, je niedriger die marktorganisationsbestimmten Kosten sind.

Der Beweis wird in zwei Schritten geführt. Nachdem die relevanten Begriffe vorgestellt sind, wird zunächst die Beziehung untersucht zwischen dem Kapitalkostensatz und der Effektivrendite der gesamten Anleihe für alle Anleger, die Teile der Anleihe halten. Der zweite Schritt erweitert diese Beziehung zu den - von den Anlegern geforderten - Mindestverzinsungssätzen hin.

Es wird ausgegangen von der Emission einer gesamtfälligen Anleihe. Steuerliche Aspekte werden vernachlässigt. Die Werte für alle unsicheren Größen, die in die Gleichungen einzusetzen wären, können als Erwartungswerte interpretiert werden. Einfachheitshalber mag der Leser aber auch Sicherheit annehmen.

Erklärung der verwendeten Symbole:

P_o Kurs, den ein beliebiger Anleger bei der Emission der Anleihe zu zahlen bereit ist (bid price)

P_A Kurs, den die Anleger tatsächlich bezahlen

P_t Kurs nach t Perioden

P_m Kurs nach m Perioden (Spezialfall von P_t)

P_E Emissionskurs der Anleihe

n Zahl der Perioden, nach der die Anleihe fällig wird (Gesamtlaufzeit)

m Zahl der Perioden, nach der manche Anleger die Anleihe verkaufen

Z Zinszahlung für eine Periode auf eine Teilschuldverschreibung im Nennbetrag der Kursbezugsbasis (z.B. 100 DM nominal)

k geforderte Mindestverzinsungssätze der Anleger pro Periode (Mindestrenditeanspruch)

k' Effektivrendite der gesamten Anleihe über ihre Laufzeit n (durchschnittliche Rendite aller Anleger, die Teile der Anleihe halten)

k'' Effektivrendite für die Anlageperiode m

$\bar{k}$ Effektivrendite für die Anlageperiode n (Gruppe 1)

k_E Kapitalkostensatz des Emittenten für das durch die Emission hereingeholte Kapital

T Tilgungskurs

K_E Emissionskosten

K_I Anteilige Informationskosten eines Anlegers pro Periode

K_T Transaktionskosten eines Anlegers beim Kauf oder Verkauf

K_V Anteilige Verwahrkosten eines Anlegers pro Periode

K_W Kosten des Wertpapierdienstes der Emission für den Emittenten pro Periode

K_{WT} Tilgungskosten des Emittenten (Sonderfall von K_W)

K_j Marktorganisationsbestimmte Kosten

NVE Nettoverkaufserlös für Teilschuldverschreibungen im Nominalbetrag der Kursbezugsbasis $(P_m - K_T)$

x Index, der anzeigt, daß es sich um eine aggregierte Größe handelt, z.B.:

P_E^x ist der Bruttoemissionserlös

Z^x steht für die gesamten Zinszahlungen auf die Emission pro Periode

a Anteil der Gesamtemission, den eine Anlegergruppe übernimmt

i Index für eine Anlegergruppe

t Zeitindex

k_{gr} Mindestverzinsungssatz k des Grenzinteressenten (oder Grenzanlegers) für die Anleihe

für den Grenzanleger gilt: $P_{ogr} = P_E$

Der Anleger kauft bei diesem Emissionskurs gerade noch, nicht aber bei einem höheren Kurs.

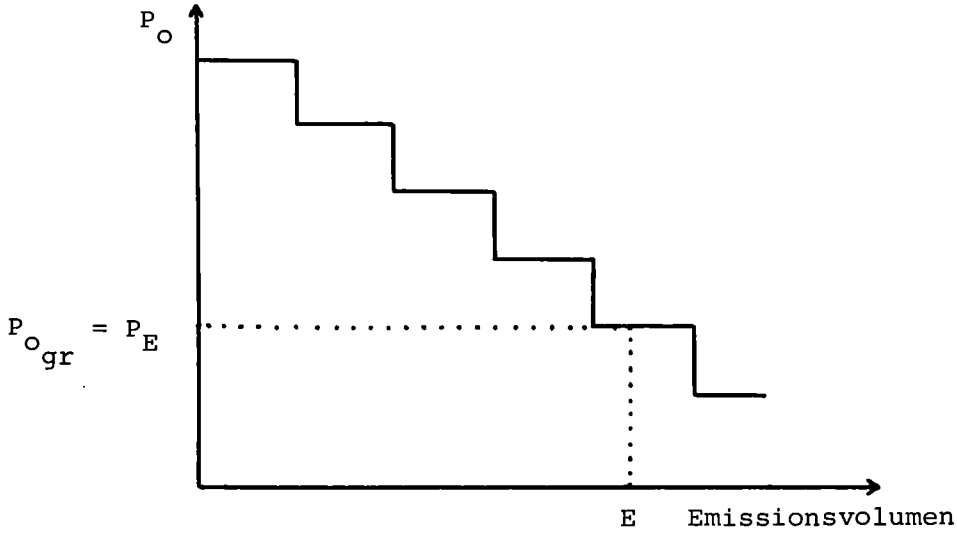
Der Emissionskurs könnte auf drei Arten ermittelt werden, nämlich dadurch daß

1. der Emittent Gebote der Interessenten unter Angabe von P_o entgegennimmt und zu dem Kurs zuteilt, zu dem die Emission gerade voll untergebracht werden kann (sogenanntes holländisches Tenderverfahren). Zuteilung erhalten alle Anleger, deren P_o größer oder gleich dem Emissionskurs ist, die Grenzanleger werden u.U. nur zum Teil bedient.

2. der Emittent oder sein Bankier den Kurs abschätzt, der sich nach 1. ergeben würde. Zu diesem Kurs wird die Anleihe dann angeboten (Normalverfahren).

3. der Emittent geht wie unter 1. vor, teilt aber nicht zu einem einheitlichen Kurs zu, sondern nimmt die höchsten Gebote jeweils zum genannten P_o an, bis die Anleihe voll untergebracht ist (sogenanntes amerikanisches Tenderverfahren oder Bid-price-System).

Abb. 4: Holländisches Tenderverfahren



Hier wird grundsätzlich vom holländischen Tenderverfahren ausgegangen. Einfachheitshalber werden im Zeitpunkt der Emission weder K_T noch K_I angesetzt, sie sind aber implizit in K_E und P_o berücksichtigt. Im folgenden werden die P_o der drei auf S. 10 f. genannten Anlegergruppen bestimmt (P_{o1}, P_{o2} und P_{o3}).

Anlegergruppe 1
(Anleger, die sich absolut sicher sind, daß sie die Anleihe bis zur Fälligkeit halten)

$$P_{o1} = \sum_{t=1}^{n} \frac{Z_t}{(1+k)^t} - \sum_{t=1}^{n} \frac{K_{VT}}{(1+k)^t} + \frac{T}{(1+k)^n}$$

Werden Z_t und K_{VT} (und später auch K_I und K_W) als im Zeitablauf konstant genommen, so ergibt sich

$$P_{o1} = (Z - K_V) \frac{(1+k)^n - 1}{(1+k)^n \cdot k} + \frac{T}{(1+k)^n}$$

oder

$$P_{o1} = \frac{(Z - K_V)\ ((1+k)^n - 1) + T \cdot k}{(1+k)^n \cdot k}$$

Anlegergruppe 2
(Anleger, die ihre Anleihen möglicherweise vor Fälligkeit verkaufen müssen. Der Verkaufszeitpunkt der Anleihe ist exogen bestimmt)

$$P_{o2} = \frac{(Z - K_V)\ ((1+k)^m - 1) + NVE \cdot k}{(1+k)^m \cdot k}$$

Anlegergruppe 3
(Anleger, die ihre Teilschuldverschreibungen möglicherweise vor Fälligkeit verkaufen wollen. Der Verkaufszeitpunkt ist hier nicht exogen bestimmt. Die Anleger warten hier auf günstige Verkaufsbedingungen und benötigen deshalb ständig Informationen.)

$$P_{o3} = \frac{(Z - K_V - K_I)\ ((1+k)^m-1) + NVE \cdot k}{(1+k)^m \cdot k}$$

Während die Gleichungen für P_o dazu dienen, den bid price, die Höhe des Gebotes der Anleger zu ermitteln, sollen mit Hilfe der folgenden Gleichungen für P_{Ai} die Effektivrenditen k^- bzw. k'' und schließlich k' bestimmt werden. Da die bisherigen Annahmen dazu führen, daß P_A stets gleich P_E ist, bräuchte man im Grunde nicht zwischen P_E und P_A unterscheiden. Wenn dennoch so verfahren wird, dann nur deshalb, weil diese Darstellungsweise es erlaubt, die Sphäre des Emittenten klar von der Sphäre der Anleger zu trennen. Die Formeln für P_{oi} gelten analog für P_{Ai}, an die Stelle der Mindestverzinsungssätze k tritt hier die Effektivrendite, und zwar k^-, eine Nettoemissionsrendite, im Falle der Anlegergruppe 1:

$$P_{A1} = \frac{(Z - K_V)\ ((1+k^-)^n-1) + T \cdot k^-}{(1+k^-)^n \cdot k^-}$$

oder die Effektivrenditen k'' für die Anlageperioden m in den Fällen von P_{A2} und P_{A3}, z.B.

$$P_{A3} = \frac{(Z - K_V - K_I)\ ((1+k'')^m-1) + NVE \cdot k''}{(1+k'')^m \cdot k''}$$

Da es für die folgenden Überlegungen auf den genauen Verkaufszeitpunkt nicht ankommt, wird einfachheitshalber davon ausgegangen, daß nur eine einzige Ausprägung der Anlageperiode m vorkommt. Strenggenommen könnten wenigstens so viele

verschiedene m auftreten, wie es Anleger in den Gruppen 2 und 3 gibt.

Für den Emittenten gilt folgende Gleichung, mit deren Hilfe man den Kapitalkostensatz k_E ermittelt:

$$P_E^x - K_E = (Z^x + K_W) \frac{(1+k_E)^n - 1}{(1+k_E)^n \cdot k_E} + \frac{T^x + K_{WT}}{(1+k_E)^n}$$

$$P_E^x - K_E = \frac{(Z^x + K_W)\ ((1+k_E)^n - 1) + (T^x + K_{WT}) \cdot k_E}{(1+k_E)^n \cdot k_E}$$

1. Beziehungen zwischen der Effektivrendite k' und dem Kapitalkostensatz

Die folgenden Ausführungen erläutern im wesentlichen die verbale Darstellung auf den Seiten 12 - 14.

Annahmen:

a) $\sum_{j=E}^{W} K_j^x = 0$ mit $j = E,I,T,V,W$ und $K_j^x \geq 0$ für alle j

b) $P_E = P_t = T$

c) Die gesamte Anleihe wird zu einem einzigen P_E untergebracht.

Außerdem gelten die allgemeinen Annahmen, die auf den Seiten 373 - 377 gemacht wurden.

Daher gilt für die Anlegergruppe 1

$$P_{A1} = \frac{Z((1+k^-)^n-1) + T\cdot k^-}{(1+k^-)^n\cdot k^-}$$

und für die Gruppen 2 und 3

$$P_{A2,3} = \frac{Z((1+k")^m-1) + P_m\cdot k"}{(1+k")^m\cdot k"}$$

Da die Anlegergruppen 2 und 3 die Anleihen nicht bis zum Ende der Laufzeit durchhalten, k' aber für die gesamte Laufzeit definiert ist, müssen auch die Anleger berücksichtigt werden, die sie ablösen. So ergibt sich eine Bestimmungsgleichung für die Effektivrendite k^+ der Anlegergruppen 2 und 3 und der Anleger, die sie ablösen, für die gesamte Laufzeit n:

$$P_{A2,3} = \frac{Z_1}{(1+k^+)} + \frac{Z_2}{(1+k^+)^2} + \frac{P_m}{(1+k^+)^m} - \frac{P_m}{(1+k^+)^m} + \frac{Z_3}{(1+k^+)^3} + \ldots$$

$$+ \frac{Z_n}{(1+k^+)^n} + \frac{T}{(1+k^+)^n}$$

Für m wurde hier angenommen, es läge zwischen 2 und 3. Jede andere Annahme führt offensichtlich zum gleichen Ergebnis.

Ferner gilt

$$a_1P^x_{A2} = \frac{a_1\cdot Z_1^x((1+k^-)^n-1) + a_1\cdot T_1^x\cdot k^-}{(1+k^-)^n\cdot k^-}$$

und

$$a_2P^x_{A2} = \frac{a_2\cdot Z_2^x((1+k^+)^n-1) + a_2\cdot T_2^x\cdot k^+}{(1+k^+)^n\cdot k^+}$$

Wegen Annahme a ist

$$a_3 P^x_{A3} = a_2 P^x_{A2}$$

Für P^x_E gilt

$$P^x_E = \frac{Z^x((1+k_E)^n-1) + T^x \cdot k_E}{(1+k_E)^n \cdot k_E}$$

Da schließlich

$$a_1 P^x_{A1} + a_2 P^x_{A2} + a_3 P^x_{A3} = P^x_E$$

ist, gilt

$$\frac{Z^x((1+k')^n-1) + T^x \cdot k'}{(1+k')^n \cdot k'} = \frac{Z^x((1+k_E)^n-1) + T^x \cdot k_E}{(1+k_E)^n \cdot k_E}$$

und es ergibt sich $k' = k_E$

Wegen Annahme a war dieses Ergebnis ohne weiteres zu erwarten. Seine Ableitung dient in erster Linie dem Zweck zu zeigen, wie sich k' ergibt. k' ist die durchschnittliche Rendite aller Anleger, die Teile der Anleihe halten, sei es über n, m oder n-m Perioden. Hier wurde von drei Anlegergruppen und damit von drei Zahlungsreihen ausgegangen. Ohne Annahme a müßten im Extremfall wegen unterschiedlicher marktorganisationsbestimmter Kosten so viele Zahlungsreihen ermittelt und schließlich aggregiert werden, wie es Teilschuldverschreibungen gibt. Der Zinssatz, mit dem diese aggregierte Zahlungsreihe diskontiert werden muß, um den Bruttoemissionserlös zu erhalten, ist k'. Bei der Diskontierung der einzel-

nen Zahlungsreihen auf P_{Ai} werden sich Effektivrenditen vom Typ k^+ und k^- ergeben. k' faßt alle derartigen Effektivrenditen zusammen. (Es sei angemerkt, daß hier wegen Annahme a $k' = k^+ = k^-$ und wegen Annahme b $k' = k''$ gilt.)

Es sei nun Annahme b aufgehoben. Wenn $P_E \neq P_t \neq T$, bleibt trotzdem

$$k' = k_E ,$$

obwohl nun grundsätzlich $k'' \neq k'$. Bereits die Formel für $P_{A2,3}$ machte deutlich, daß es auf k^+ und damit auf k' keinen Einfluß hat, wie hoch P_m ist und wie oft eine Teilschuldverschreibung den Besitzer wechselt, sofern nur Annahme a gilt.

Wird Annahme a aufgehoben, so gilt

$$\sum_{j=E}^{W} K_j^x \geq 0 \text{ mit } j = E,I,T,V,W \text{ und } K_j^x \geq 0 \text{ für alle } j.$$

Dann ist $$k' \leq k_E$$

Zur Erläuterung sei angenommen, es gebe nur Anleger der Gruppe 3. In diesem Fall ist $a_3 = 1$, und es gilt:

$$P_{A3}^x = P_E^x$$

$$\frac{(Z^x - K_V^x - K_I^x)\ ((1+k')^n - 1) + T^x k'}{(1+k')^n k'} - \frac{K_T^x}{(1+k')^m}$$

$$= \frac{(Z^x + K_W^x)\ ((1+k_E)^n - 1) + (T^x + K_{WT}^x) k_E}{(1+k_E)^n k_E} + K_E^x$$

Wenn der Bruttoemissionserlös P_E^x, die Zinsen, die Tilgungszahlung und die marktorganisationsbestimmten Kosten bekannt sind, dann lassen sich k' und k_E ermitteln. Wie noch zu zeigen sein wird, ist k' indirekt über die Mindestverzinsung k vorgegeben. Für die k_E ergeben sich stets höhere Werte als für k'. k_E ist umso größer als k', je höher die marktorganisationsbestimmten Kosten sind. Also kommt eine Erhöhung der Verfahrenseffizienz bei gegebenen Mindestrenditeansprüchen der Anleger den Interessen der Emittenten entgegen. Aus der letzten Gleichung wird ferner deutlich, daß die Verfahrenseffizienz genaugenommen an der Summe der diskontierten marktorganisationsbestimmten Kosten gemessen werden muß, nicht einfach an der Summe dieser Kosten.

Nunmehr sei auch Annahme c aufgehoben. Wird die gesamte Anleihe nicht zu einem einzigen P_E untergebracht, sondern zu verschiedenen (amerikanisches Tenderverfahren), so ändern sich diese Überlegungen grundsätzlich nicht, da jeder zu einem bestimmten P_E verkaufte Anleihebetrag als eine Emission für sich betrachtet werden kann. Das gleiche gilt für teilfällige Emissionen.

2. Beziehungen zwischen dem Kapitalkostensatz und den Mindestverzinsungssätzen

Nachdem die Beziehungen zwischen k_E und k' analysiert worden sind, stellt sich die Frage nach dem Verhältnis von k_E und k. Es liegt nahe zu vermuten, daß beim holländischen Tenderverfahren $k' = k_{gr}$ ist. Gäbe es nur Anleger der Gruppe 1, dann träfe diese Vermutung zu. Für Anleger der anderen Gruppen ist aber $k'' = k_{gr}$. Daher lassen sich k' und k grundsätzlich nicht vergleichen (Betrachtung von Zinssätzen für Titel ver-

schiedener Laufzeit). Dasselbe grundsätzliche Problem stellt sich auch bei den Beziehungen zwischen k_E und k. Allerdings läßt es sich umgehen, wenn man wieder die Annahmen a, b und c macht. Annahme b ($P_E = P_t = T$) impliziert, daß k" = k' ist. Dadurch werden k_E und k vergleichbar.

Annahme c wird wie folgt konkretisiert: Die gesamte Anleihe wird zu einem einzigen P_E untergebracht, zu dem alle Nachfrage über P_E befriedigt wird und auch alle Nachfrage von Grenzinteressenten (zu P_E).

Unter diesen Annahmen hat sich unter 1. $k' = k_E$ ergeben. Wegen $k' = k_{gr}$ gilt auch

$$k_E = k_{gr}$$

Hebt man Annahme a auf, so gilt

$$k_E \geq k_{gr} ,$$

da $k' = k_{gr}$ und da sich oben für diesen Fall $k' \leq k_E$ ergeben hat. Die Bedeutung der Verfahrenseffizienz für k_E und P_E kommt deutlich zum Ausdruck.

Wird Annahme c, aber nicht Annahme a aufgehoben, so ergibt sich beim amerikanischen Tenderverfahren

$$k_E = k$$

Jeder Anleger würde in diesem Fall zu dem von ihm genannten P_o bedient werden. Daher tritt k an die Stelle von k_{gr}.

Wenn Annahme c und Annahme a aufgehoben werden, gilt aus dem gleichen Grunde und analog zur alleinigen Aufhebung der Annahme a:

$$k_E \geq k$$

Wird außer Annahme a auch Annahme b aufgehoben, so lassen sich zwar Mindestverzinsungssätze nicht mehr sinnvoll mit k_E vergleichen, man kann aber ersatzweise den Effekt von k auf P_E zeigen. Wegen Annahme c ist

$$P_E = P_{ogr}$$

Der Grenzinteressent kann ein Anleger jeder Gruppe sein. Da die Formel für P_{o3} die allgemeinste ist, sei sie hier verwendet.

$$P_{ogr} = \frac{(Z - K_V - K_I)\quad((1+k_{gr})^m-1) + (P_m - K_T)\cdot k_{gr}}{(1+k_{gr})^m \cdot k_{gr}}$$

Diese Formel zeigt, daß der Emissionskurs bei gegebenem k_{gr} umso höher sein wird, je niedriger K_I, K_T und K_V sind. Wenn man sich vergegenwärtigt, daß die Zinsen Z um so höher sein können, je niedriger K_E und K_W sind, wird deutlich, daß der Einfluß beider Kosten auf P_E gleichgerichtet ist wie der von K_V und K_I und auch von K_T. Anders ausgedrückt, bei vorgegebenen Mitteln zur Bedienung eines Finanzierungsinstruments kann ein Emittent um so höheren Mindestverzinsungssätzen entsprechen, je höher die Verfahrenseffizienz.

Zusammenfassend läßt sich sagen: Genaugenommen ist die Verfahrenseffizienz so zu messen, daß man die marktorganisationsbestimmten Kosten K_E, K_I, K_T, K_V und K_W zunächst zu

den Zeitpunkten, in denen sie anfallen, aggregiert, dann diskontiert und die diskontierten Beträge schließlich addiert, ausgehend von einem typischen Transaktionsmuster. Da der Betrag, der sich so ergibt, nur für ein bestimmtes Emissionsvolumen, z.B. für das der hier betrachteten Anleihe, repräsentativ ist (oder für den Wertpapierumlauf auf einem bestimmten Zirkulationsmarkt), empfiehlt es sich, ihn auf eine Mark Nettoemissionserlös ($P_E - K_E$) zu beziehen (bzw. auf eine Mark Umlauf). Je höher die Verfahrenseffizienz ist, desto näher liegt die Effektivrendite aller Anleger, die in ein bestimmtes Finanzierungsinstrument investieren, an den Kapitalkosten dieses Instrumentes k_E und desto niedriger sind die Kapitalkosten bei gegebenen Mindestverzinsungsforderungen. Eine Erhöhung der Verfahrenseffizienz würde in der Regel Anpassungen mit sich bringen, die nicht nur den Interessen der Emittenten, sondern auch denen der Anleger entgegenkommen, kurz, k_E wird sinken und k' wird steigen.

Anhang 2

DIE BEIDEN PRINZIPE BÖRSLICHER KURSERMITTLUNG: MARKET-MAKER-PRINZIP UND AUKTIONSPRINZIP

1. Einfache Effektenpreise

Grundsätzlich wird der Preis von Effekten wie jeder andere Marktpreis zwischen Käufer und Verkäufer vereinbart. Wenn immer aber nur zwei Parteien an einem Abschluß beteiligt sind, ist die Gefahr besonders groß, daß wegen unzureichender Information über das Wertpapier oder über die Marktlage, wegen des Geschicks einer Partei oder aus anderen Gründen ein Preis vereinbart wird, zu dem andere Händler entweder gekauft oder verkauft hätten. Ein solcher Preis räumt also den Markt oft nicht, er ist dann kein Gleichgewichtskurs.

2. Qualifizierte Effektenpreise

Um Käufer und Verkäufer möglichst nur zu solchen Preisen kontrahieren zu lassen, die im Zeitpunkt des Abschlusses als Gleichgewichtspreise angesehen werden können (qualifizierte Preise), verwenden Börsen und andere organisierte Märkte vorzugsweise Kursermittlungsverfahren, die über die anderswo üblichen Formen der Preisverhandlung hinausgehen. Mit Hilfe di~ser Verfahren tastet man sich entweder an den markträumenden Kurs heran oder errechnet ihn. Die Verfahren basieren teils auf dem Market-maker-Prinzip, teils auf dem Auktionsprinzip. Im folgenden sollen die Grundgedanken hinter diesen beiden Prinzipen kurz angesprochen werden, um

das Verständnis der an den verschiedenen Börsen angewandten Verfahren zu erleichtern, die in Teil 2 beschrieben wurden.

a) Einzelkurse auf der Grundlage des Market-maker-Prinzips oder des Auktionsprinzips

Wie bereits auf S. 241 ausgeführt, ist der Ausgangspunkt des Market-maker-Prinzips das Urteil des market maker über den richtigen Kurs eines Titels. Anders als das Urteil eines einfachen Käufers oder Verkäufers ist das Urteil des market maker von besonderer Qualität. Niemand kann überzeugender zum Ausdruck bringen, daß er einen Kurs für richtig, für markträumend hält, als durch seine Bereitschaft, zu diesem Kurs den zugehörigen Titel - im Idealfall - in beliebig großen Mengen zu kaufen oder zu verkaufen. Ein market maker verhält sich grundsätzlich genau so und setzt sich damit einem Regelmechanismus aus.

Ist sein Urteil richtig, so wird er Stücke kaufen und verkaufen, seine Position schwankt im Zeitablauf um Null. Der Markt räumt sich also zu diesem Kurs. Falls sein Urteil falsch ist, wird die Position des market maker sich tendenziell in der einen oder der anderen Richtung aufbauen, der Markt läßt sich zu diesem Kurs nicht räumen, und der market maker muß seine Spanne anpassen. Ist der Kurs z.B. zu niedrig, muß er ständig mehr verkaufen als kaufen, seine Minus- oder Leerposition erhöht sich. Er wird daher seinen Briefkurs und meist auch seinen Geldkurs nach oben anpassen. Dieser Regelmechanismus des market making impliziert, daß die Kurse eines market maker bei lebhaftem Handel sehr zuverlässig sind, ihre besondere Qualität jedoch um so mehr verlieren, je seltener ein Papier gehandelt wird.

An einem Abschluß mit einem market maker sind wie bei der einfachen Preisvereinbarung nur der Käufer oder Verkäufer und der market maker beteiligt. Man bezeichnet den dabei erzielten Kurs als individuellen Kurs oder Einzelkurs. Der Einzelkurs gilt im Gegensatz zum Gesamtkurs nur für einen einzigen Abschluß, also grundsätzlich nur für zwei Parteien. Wird über einen market maker gehandelt, so wirken auch nur diese beiden Parteien an der Verhandlung mit (Einzelverhandlung). Daher eignet sich dieses Verfahren auch besonders gut für den örtlich nicht konzentrierten Handel, z.B. für den Telefonverkehr.

Anders ist es bei Einzelkursen auf der Grundlage des Auktionsprinzips. Zwar sind auch in diesem Fall durch den Abschluß selbst nur zwei Parteien gebunden. An der Verhandlung selbst sollten aber möglichst viele Interessenten teilnehmen (Kollektivverhandlung). Die besondere Qualität des Einzelkurses kommt hier nicht durch den market maker und den Regelmechanismus zustande, dem er unterliegt, sondern vielmehr durch die Konkurrenz der Interessenten. Ein Händler initiiert die Verhandlung durch ein Gebot. Wer von allen anderen reagierenden Händlern das günstigste Gegengebot macht, erhält den Zuschlag.

Es gibt sehr viele Verfahren und Varianten von Verfahren zur Kursermittlung, die auf dem Auktionsprinzip basieren. Anders als bei gewöhnlichen Auktionsveranstaltungen ruft im Börsenhandel gewöhnlich nicht ein Auktionator, sondern der initiierende Händler selbst sein Gebot aus. Er paßt auch selbst Verkaufsgebote sukzessive nach unten oder Kaufgebote nach oben an, wenn sich zunächst keine Gegenpartei findet, während man bei nichtbörslichen Auktionen das - hier auf nur einer Marktseite beschränkte - Anpassen

der Gebote meist den reagierenden Interessenten, dem Auktionator oder einem Preisanzeiger (Auktionsuhr) überläßt. Diese Modifikationen erlauben im Börsensaal beliebig viele gleichzeitige Auktionen. Sie ermöglichen es auch, daß zwei Initianten einander entgegenkommen ("Doppelauktion"). Eine solche Doppelauktion zur Ermittlung von Einzelkursen, allerdings mit einem Auktionator, findet man in reinster und besonders deutlich ausgeprägter Form an der Hovedbørs in Dänemark (vgl. S. 78 f.).

Meist ist der Auktionscharakter des Börsenhandels nur schwer zu erkennen. Freilich kommt es nicht auf das Erscheinungsbild an, sondern auf die Substanz, auf das Prinzip. Um Zeit zu sparen, vermeidet man lange Bidgefechte. Da die Marktlage in der Regel hinreichend bekannt ist, kann und wird ein Händler z.B. sein Verkaufsgebot nur knapp über dem Marktpreis ausrufen, und er hat häufig schon mit dem ersten oder zweiten Ausruf Erfolg; man kann ihn mit einer Auktionsuhr beim Abstrichverfahren vergleichen, deren Zeigerlauf nur wenig über dem Marktpreis einsetzt. Die Gegenwart einer größeren Zahl versierter und handelsbereiter Händler führt sehr schnell zu einem marktgerechten Abschluß. Obwohl sich oft nur zwei Händler äußern und die anderen unbeteiligt erscheinen, bleibt es eine Kollektivverhandlung: Die Bereitschaft aller, jederzeit einzugreifen, trägt dazu bei, daß sich ein marktgerechter Einzelkurs ergibt. Bei einer solchen intensiven Konkurrenzlage hat sogar selbst ein Einzelkurs alle Merkmale eines qualifizierten Effektenpreises, den ein einzelner Händler für zwei Auftraggeber mit sich selbst offen aushandelt (vgl. z.B. S. 217 f., crossing).

b) Gesamtkurse

Ein Gesamtkurs ist ein Kurs, zu dem alle (wenigstens mehr als zwei) Parteien abschließen, die zu diesem Kurs ausführbare Aufträge am Markt haben. Im Gegensatz zum Einzelkurs gilt er also nicht nur für einen einzigen, sondern für eine größere Zahl von gleichzeitigen Abschlüssen. Gesamtkurse werden den Anforderungen eines lebhaften Börsenhandels beim massenhaften Anfall von Aufträgen in besonderem Maße gerecht. Sie sind grundsätzlich Ergebnis einer Kollektivverhandlung und beruhen in jedem Fall auf dem Auktionsprinzip. Sehr deutlich wird das beim Gekitaku-Verfahren in Japan (S. 181 - 183), bei dem gewöhnlich mehrere aufeinander aufbauende Auktionen zur Kursermittlung führen. Zunächst gibt es eine Doppelauktion initiierender Händler, die mit einem ersten provisorischen Kurs endet. Dann wird die Spitze, also Überschußnachfrage oder Überschußangebot, festgestellt. Diese Spitze wird in der sofort folgenden zweiten Auktionsrunde versteigert, wobei ein Börsenangestellter - allerdings nur einmal - den Kurs höher bzw. tiefer ausruft, zu dem die Gegenparteien zugreifen können. Verbleibt zu diesem Kurs noch eine Spitze, so wird auch sie versteigert. Ist der Markt geräumt, hat man den Gesamtkurs ermittelt. Ein einseitiges Versteigern von Spitzen kennt man auch an den belgischen Börsen, z.B. am Terminmarkt der Brüsseler Börse (S. 121).

Bei anderen Formen der Gesamtkursermittlung wird die gesamte Nachfrage und das gesamte Angebot in einer einzigen Doppelauktion untergebracht. Das beste Beispiel hierfür ist das Criée-Verfahren des Pariser Terminmarktes (S. 151). Es ist nicht mehr ohne weiteres zu erkennen, daß es sich hier noch um eine Auktion handelt, da Angebot und Nachfrage i.d.R.

von Kursaufruf zu Kursaufruf zunehmen oder abnehmen. Daher sei vom Extremfall einer einseitigen Auktion ausgegangen. Hier tritt der Auktionscharakter klar zutage. Dem Angebot können theoretisch ausschließlich Bestens-Aufträge zugrunde liegen, es nimmt deshalb nicht ab, wenn der (provisorische) Kurs sukzessive niedriger ausgerufen wird, genau wie bei der Auktion eines einzelnen Gebots. Ist die Nachfrage zunächst höher als das Angebot, so fallen mit dem Anheben des provisorischen Kurses Käufer aus, bis schließlich das gesamte Angebot gerade abgedeckt ist. Reicht die Nachfrage zunächst nicht aus, um das Angebot aufzunehmen, so kommen mit dem Absenken des provisorischen Kurses Käufer hinzu, bis wiederum das Angebot gerade untergebracht ist. Damit hat man den Gesamtkurs ermittelt, den höchstmöglichen Kurs, zu dem sich das Angebot verkaufen läßt. Die höchsten Kaufgebote haben sich in der Konkurrenz der Nachfrager durchgesetzt. Ein umgekehrter Fall läßt sich für eine bestimmte Nachfrage und für Konkurrenz der Anbieter konstruieren. Was für diese einseitige Betrachtung gilt, trifft auch für die simultane Versteigerung von beiden Seiten, von Angebot und Nachfrage, für die Doppelauktion zu.

Die Errechnung des Gesamtkurses aus den vorliegenden Geboten ist nichts anderes als die Simulation einer Doppelauktion der gesamten Nachfrage und des gesamten Angebots à la criée auf dem Papier oder im Computer. Durch Gegenüberstellung des kumulierten Angebots und der kumulierten Nachfrage zu jedem Kurs erreicht man grundsätzlich dasselbe Ergebnis. Hier gibt es allerdings kein Herantasten an den Gleichgewichtskurs mehr, er ist im Normalfall das eindeutige Ergebnis einer Rechnung. In reiner oder fast reiner Form findet diese Variante der Doppelauktion ihren

Niederschlag im Par-casier-Verfahren (S. 153), im Par-opposition-Verfahren (S. 152), beim Handel zu Einheitskursen in Deutschland (S. 106 f.) und beim Börsenhandel in Holland (S. 91 f.).

Diese Verfahren sind äußerst effizient, sie nehmen ein Minimum an Händlerzeit pro Abschluß in Anspruch. Ihre Zuverlässigkeit ist jedoch besonders stark von der Zahl der vorliegenden limitierten Aufträge abhängig. Einen weiteren möglichen Nachteil gegenüber anderen Formen der Doppelauktion mag man darin sehen, daß die letzten Informationen über die allgemeine Marktlage nicht berücksichtigt werden. Dem läßt sich allerdings dadurch abhelfen, daß man wie in Deutschland und Holland den Händlern erlaubt, noch in letzter Sekunde Angebot oder Nachfrage zu ergänzen, oder daß man wie in Belgien sich ergebende Spitzen zum Gegenstand einer weiteren Auktionsrunde macht.

Nicht nur verschiedene Formen des Auktionsprinzips, auch das Market-maker-Prinzip und das Auktionsprinzip lassen sich ohne weiteres nebeneinander an einer Börse verwenden, wie besonders das Beispiel amerikanischer Börsen zeigt. Wenn weder market makers noch Konkurrenz von Käufern oder Verkäufern existieren, dann fällt selbst die börsliche Kursermittlung auf die elementare Preisvereinbarung, insbesondere auf die einfache Annahme eines Angebots zurück. Baut ein so zustande gekommener Kurs auf einem gerade ermittelten Gesamtkurs oder auf anderen Kursen besonderer Qualität auf, mag man darin noch immer einen qualifizierten Effektenpreis sehen. Andere einfache Börsenkurse, die ohne solche Orientierungspunkte vereinbart werden, haben prinzipiell keine bessere Qualität als beliebige außerbörsliche Kurse. Sie sind einfache Effektenpreise, die sich in selten umgesetzten Werten oft nicht vermeiden lassen.

Anhang 3

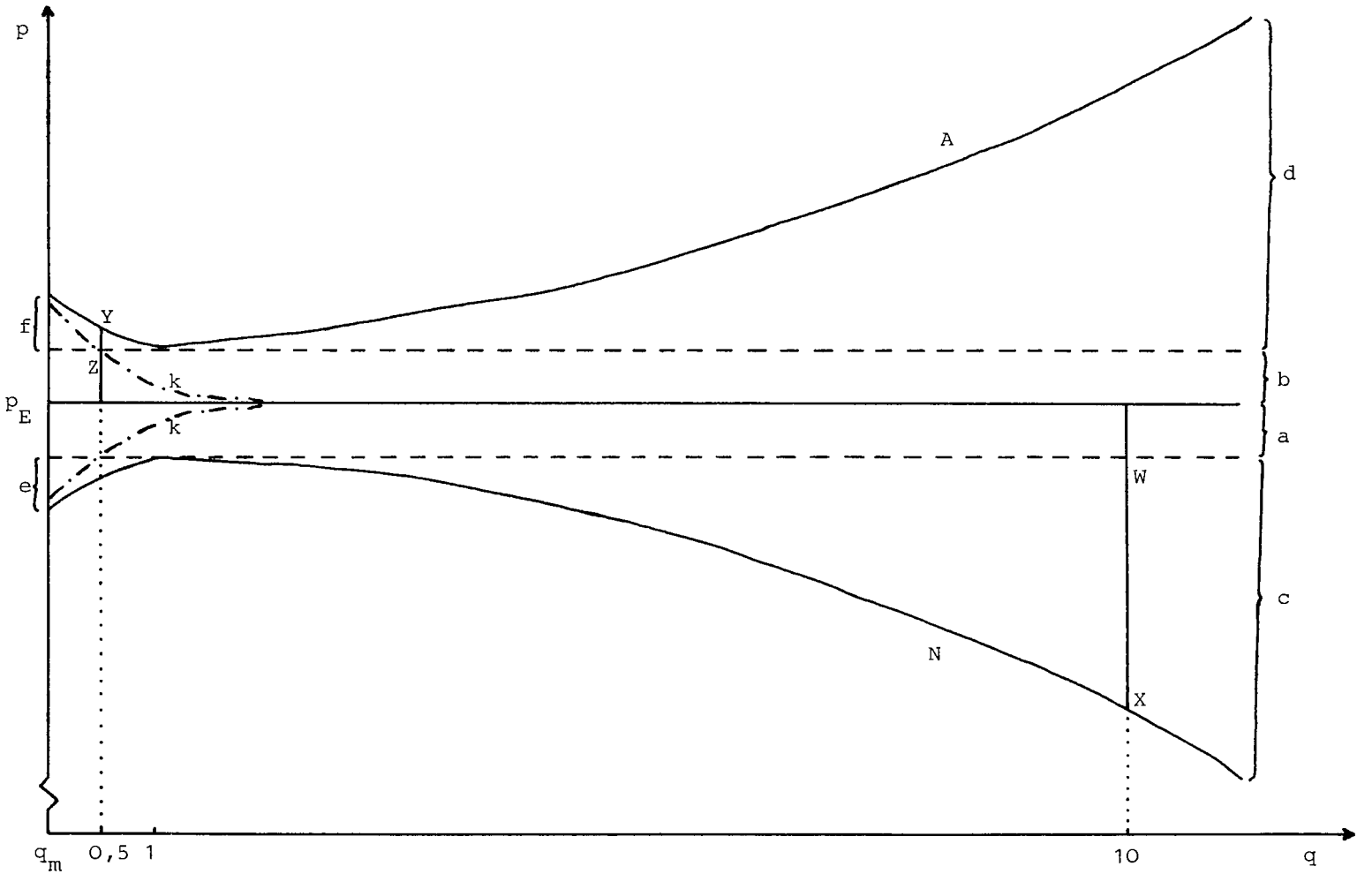
DIE KOSTEN SOFORTIGEN ABSCHLUSSES ODER MARKTTIEFE UND MARKTENGE

In Teil 1 ist bereits auf den Seiten 22 und 37 f. auf die Inhalte und auf die ökonomische Bedeutung des besonderen Transaktionsservice "sofortiger Abschluß" eingegangen worden. Die Effekte verschiedener Formen und Grade der Segmentierung auf die Kosten sofortigen Abschlusses stehen in vielen Abschnitten dieser Arbeit im Mittelpunkt der Überlegungen, besonders in Teil 3 (vgl. aber auch S. 55 - 59, S. 116 f., 249 - 253, 255 - 257, 276, 279). Dieser Anhang dient dazu, einige Begriffe und Aussagen zu klären und auszuleuchten, die in engem Zusammenhang mit den Kosten sofortigen Abschlusses stehen.

Die Kosten sofortigen Abschlusses trägt derjenige, der sofort verkaufen oder kaufen will. Sie sind grob gesprochen die Differenz zwischen Abschlußkurs und Gleichgewichtskurs, die ausreicht, um andere Händler oder Anleger auf der Stelle als Kontrahenten zu mobilisieren. Diese Differenz ist positiv, wenn ein sofortiger Kauf gewünscht wird, erhöht also den Kaufpreis. Im Falle eines Verkaufs ist sie negativ und verringert den Verkaufspreis. Außerdem pflegt sie von der Zahl der gesuchten oder angebotenen Stücke abzuhängen, sie ist umso größer, je umfangreicher die gewünschte Transaktion.

Diese Zusammenhänge finden sich in Abb. 5 in den durchgezogenen Linien für $q \geq 1$ wieder. Hierbei wird nicht auf historische, sondern auf potentielle Abschlußkurse abgestellt, die ein Verkäufer oder Käufer erzielen könnte,

Abb. 5: Kosten sofortigen Abschlusses



Erläuterungen zu Abb. 5:

p Kurs

q Menge in Schlußeinheiten

A Briefkurs (offer) des market maker

N Geldkurs (bid) des market maker

p_E Eröffnungskurs oder Gleichgewichtskurs im Urteil des market maker

q_m kleinste darstellbare Mengeneinheit, z.B. eine Aktie

a Sofortigkeitsabschlag vom Gleichgewichtskurs beim Verkauf einer Schlußeinheit durch einen Anleger

b Sofortigkeitszuschlag zum Gleichgewichtskurs beim Kauf einer Schlußeinheit durch einen Anleger

c Großmengenabschlag von p_E beim sofortigen Verkauf eines Anlegers

d Großmengenzuschlag auf p_E beim sofortigen Kauf eines Anlegers

e Kleinmengenabschlag von p_E beim sofortigen Verkauf eines Anlegers

f Kleinmengenzuschlag auf p_E beim sofortigen Kauf eines Anlegers

k Anteilige abschlußfixe Kosten per Stück

Beispiele: Die Kosten des sofortigen Abschlusses setzen sich beim Verkauf von q = 10 aus dem Sofortigkeitsabschlag a und dem Großmengenabschlag c_{10} = WX zusammen (aus Platzgründen sind wesentlich größere Abschlüsse als q = 10 nicht darstellbar), beim Kauf von q = 0,5 aus dem Sofortigkeitszuschlag b und dem Kleinmengenzuschlag $f_{0,5}$ = YZ.

wenn er an einen Markt kommt und sofort abschließen möchte, also auf die bestehenden Geld- bzw. Briefkurse am Markt. Es ist möglich, daß sich der Agent eines eiligen Anlegers z.B. durch Kursausruf an diese Kurse herantasten muß. An manchen Märkten könnte der Agent aber einfach einen market maker nach diesen Kursen fragen, also einen spezialisierten Händler, der sich für sofortige Abschlüsse bereithält. Die Kurven für Geld- und Briefkurse in Abb. 5 seien daher als die Kurse verstanden, die ein market maker für einen bestimmten Titel in Abhängigkeit von q nennen würde. Normalerweise gibt er nur den Geld- und Briefkurs für eine Schlußeinheit an

("Spanne"). Ein market maker ist ein Effektenhändler, der während der Geschäftsstunden jederzeit bereit ist, bestimmte Effekten sofort für Rechnung seiner Firma zu kaufen oder zu verkaufen, und zwar auf der Basis der von ihm gestellten Geld- und Briefkurse.

Während für $q \geq 1$ Großmengenzu- oder -abschläge auftreten, ergeben sich für $q \leq 1$ Kleinmengenzuschläge und -abschläge (z.B. odd-lot differentials). Um zu erklären, wie es zu odd-lot differentials kommt, sind in Abb. 5 zwei mit k bezeichnete Kurven eingetragen. Sie geben die anteiligen abschlußfixen Kosten des market maker an, die Kosten der Bearbeitung und Erfüllung einer Transaktion per Stück. Je größer der Umfang der Transaktion wird, desto mehr treten sie in den Hintergrund. Dagegen fallen andere Kosten mehr und mehr ins Gewicht und zwingen den market maker, seine Spanne zu erweitern. Diese Kosten sind von der Höhe der Effektenbestände des market maker abhängig, seien es nun Plus- oder Minuspositionen. Diese Bestände sind tendenziell umso höher, je größer die Transaktion; denn je größer das abgeschlossene Geschäft, desto länger wird es gewöhnlich dauern, bis sich der market maker glattstellen kann.

Solche Kosten sind in erster Linie die normalen Kapitalkosten des market maker und eine Kurssicherungsprämie, die ihm im speziellen Fall erforderlich erscheint, um sich vor einem Kursrückgang bzw. einem Kursanstieg zu sichern. Da die Kosten des Haltens von Pluspositionen nicht mit den Kosten des Haltens von Minuspositionen identisch sind und da diese Kosten von den jeweils vorhandenen Ausgangsbeständen des market maker abhängig sind, werden die Kurven A und N nur ausnahmsweise die gleiche Form haben. Neben den genannten Faktoren Menge, Kosten der Bearbeitung einer Trans-

aktion, Kapitalkosten und Kurserwartungen des market maker (vgl. S. 57 f.) haben auf die Kosten sofortigen Abschlusses noch Einfluß

- die Umsatzmerkmale und der Bekanntheitsgrad des gehandelten Titels am betrachteten Markt oder Teilmarkt, insbesondere die Zahl der Aktionäre oder Obligationäre
- die Konkurrenz, der sich ein market maker ausgesetzt sieht
- der Einfluß der gewünschten Transaktion auf das Risiko des Portefeuilles des market maker
- das Nettohaftungsvermögen des market maker, insbesondere sein Eigenkapital, und sein
- Finanzierungsspielraum
- die Bestimmungen der Marktaufsicht
- die Wahrscheinlichkeit, daß die Gegenpartei erfüllt.

Wie bereits auf S. 55 - 57 ausgeführt, sind die Kosten sofortigen Abschlusses nicht dem Spannenertrag des market maker gleichzusetzen. Obwohl die Kosten sofortigen Abschlusses im allgemeinen positiv sein werden, kann der entsprechende Spannenertrag durchaus negativ ausfallen (Glattstellungsverluste), zumal der Gleichgewichtskurs nie mit Gewißheit bekannt ist.

Die bisherigen Überlegungen machen verständlich, warum die Frage der Kosten sofortigen Abschlusses bei Transaktionen normalen Umfangs im allgemeinen nicht aufgeworfen wird. Derartige Kosten fallen bei kleineren Transaktionen gewöhnlich gar nicht auf, nur bei großen Transaktionen wird deutlich, daß nennenswerte Abweichungen vom Gleichgewichtskurs vorliegen. Die Praxis spricht daher

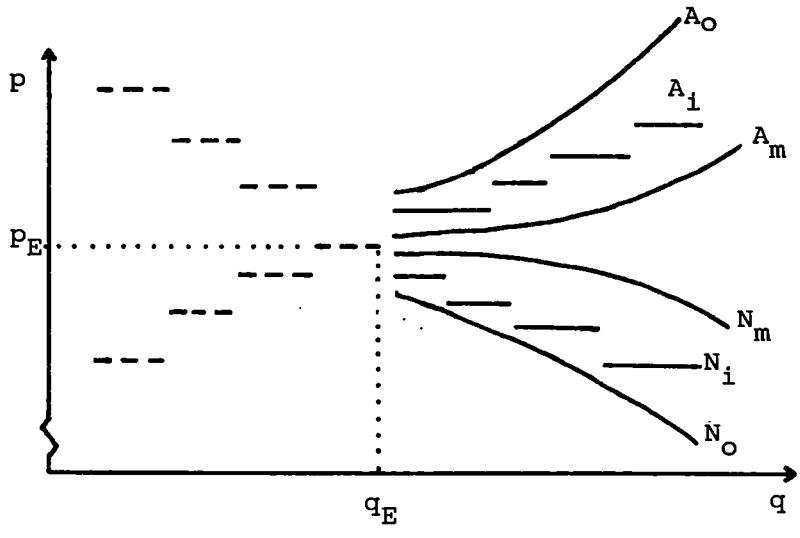
von Markttiefe oder marketability und meint damit, daß sich selbst große Posten sofort oder wenigstens zügig ohne wesentliche Preiszugeständnisse verkaufen oder anschaffen lassen, daß also nur niedrige Kosten sofortigen Abschlusses anfallen. Markttiefe eines Wertes ist demnach durch horizontale oder nur flach abfallende N-Kurven und höchstens leicht ansteigende A-Kurven gekennzeichnet, Marktenge durch eine stark fallende N-Kurve und eine stark ansteigende A-Kurve. Konkret drückt sich Markttiefe oder Marktenge durch niedrige bzw. hohe Kosten sofortigen Abschlusses aus, seien sie nun wie in Abb. 5 absolut in Geldeinheiten pro Kursbezugsbasis (z.B. in DM pro Aktie), als Spanne oder als Prozentsatz des Transaktionswertes ausgedrückt.

Nach diesen grundsätzlichen Ausführungen soll kurz darauf eingegangen werden, auf welche Weise Anleger den sofortigen Abschluß allein oder in Konkurrenz zu market makers anbieten. Es sei angenommen, daß zu Beginn einer Börsensitzung eine größere Zahl limitierter Aufträge vorliegt, die in Abb. 6 wiedergegeben sind.

Aufträge, die durch die gestrichelten Linien repräsentiert werden, lassen sich zum Eröffnungskurs erledigen. Es verbleiben die niedriger als der Eröffnungskurs limitierten Kaufaufträge und die höher limitierten Verkaufsaufträge. Ohne market maker würden allein sie die Preise bestimmen, zu denen sofort abgeschlossen werden kann. An manchen Börsen ist das besonders deutlich, z.B. in Brüssel, wo diese Aufträge an der Tafel eines jeden Wertes angeschrieben und gegebenenfalls durch neu hereinkommende Aufträge ergänzt werden (vgl. S. 121 f.). Ein market maker muß also auf Märkten, auf denen zentrale Orderbücher existieren, dem Angebot

Abb. 6

Anleger und Market Makers als Anbieter
des Transaktionsservice "sofortiger Abschluß"



p_E Eröffnungskurs q_E Eröffnungsumsatz

der Investoren A_i und der Nachfrage der Anleger N_i, die in diesen Aufträgen zum Ausdruck kommen (vgl. Abb. 6), Konkurrenz machen, z.B. indem er seine Spannen so stellt, wie die Kurven N_m und A_m implizieren. (Diese Kurven verlaufen der leichteren Unterscheidung wegen in Abb. 6 stetig, obwohl strenggenommen nur eine unstetige Darstellung korrekt ist.) Ähnliches gilt auch dann, wenn es kein Orderbuch gibt, so lange nur die Vertreter der Anleger direkt miteinander abschließen dürfen und so den market maker "umgehen", besser, ihn unterbieten oder überbieten können. Wenn dagegen an einer Börse stets mit einem market maker abgeschlossen werden muß, sind auch Verhältnisse denkbar, wie sie N_o und A_o zeigen. Ein Wettbewerb der market makers mag derart ungünstige Spannen verhindern. Der Wettbewerb wird aber

auf jeden Fall noch verschärft, wenn jeder Händler auch Gebote abgeben und annehmen darf, die aus den Aufträgen von Anlegern resultieren. - Schließlich sei angemerkt, daß auch Abschlüsse ohne Sofortigkeitsprämien möglich sind, wenn Teile von A_i und N_i temporär identisch sind.

Mit Hilfe von Abb. 6 läßt sich leicht erklären, warum market makers in sehr aktiven Titeln wenig, in lebhaft gehandelten Titeln mehr und in sehr ruhigen Titeln sehr wenig vom Umsatz haben. Im ersten Fall erdrückt sie die Konkurrenz der Anleger, im dritten ist ihnen das Risiko zu groß, nur im zweiten können sie sich mit guter Aussicht auf Erfolg entfalten, möglicherweise abgestützt durch Auftragsbestände. Die Kenntnis der Auftragsbestände erleichtert es ihnen, ihr Kursrisiko abzuschätzen. Daraus ergibt sich, daß konkurrierende market makers entweder alle das Orderbuch in gleicher Weise einsehen können sollten oder gar nicht, sonst konkurrieren sie unter ungleichen Bedingungen.

Anhang 4

PROGRAMM DER UNTERSUCHUNG

Bei der Übernahme des Auftrags konkretisierte der Auftraggeber die Aufgabenstellung dieser Studie über das Thema "Vorteile und Nachteile eines integrierten Zirkulationsmarktes für Wertpapiere gegenüber einem gespaltenen Effektenmarkt" wie folgt:

1. Die Studie müßte zunächst die Organisation und die Funktionsweise der Wertpapiermärkte in den neun Mitgliedstaaten der Gemeinschaft, in den Vereinigten Staaten und in Japan beschreiben und analysieren. Dabei ist insbesondere zu unterscheiden, ob im jeweiligen Land ein integrierter Zirkulationsmarkt besteht oder ob der Effektenmarkt dort gespalten ist, das heißt neben der oder den offiziellen Börsen existiert wenigstens ein geregelter oder ungeregelter anderer Effektenmarkt (z.B. geregelter Freiverkehr, over-the-counter market, Ariel). Außerdem müßte in der Studie dargelegt werden, welches die entscheidenden Gründe für die Entstehung der verschiedenen Märkte waren, welche Beziehungen zwischen diesen Märkten bestehen und welche Folgerungen aus dem Nebeneinanderbestehen solcher Märkte zu ziehen sind.

2. Des weiteren müßten die Vor- und Nachteile eines integrierten Börse- oder Börsensystems gegenüber einem System gespaltener Märkte erarbeitet werden, und zwar auf empirischer Basis und aufgrund weitergehender theoretischer Erwägungen. Außerdem sollten die Vor- und Nachteile eines Marktsystems, das die Transaktionen mit Hilfe von elektronischer Datenverarbeitung erfaßt,

gegenüber herkömmlichen Verfahren auf einem traditionellen Markt unter dem Gesichtspunkt des Anlegerinteresses aufgezeigt werden.

3. Schließlich müßte die Studie im Hinblick auf die Weiterentwicklung des Wertpapierhandels auf nationaler und auf internationaler Ebene die Frage beantworten, ob für die Märkte der einzelnen Mitgliedstaaten im Interesse eines einwandfreien Funktionierens des Gemeinsamen Marktes eine ähnliche Organisationsform empfehlenswert ist und ob dann ein integrierter oder ein aufgespaltener Markt die bessere Lösung darstellt.

QUELLENVERZEICHNIS

1. Experten

Jeanne Abbey, Fédération Internationale des Bourses de Valeurs, Paris

Christiane Achard, Compagnie des Agents de Change, Paris

Victor A. Annett, Bank of England, London

Fernand Arnoud, Commission des Opérations de Bourse, Paris

Nicholas Assheton, The Stock Exchange, London

Johannes Beckermann, Commerzbank AG, London

M. Belton, Department of Trade and Industry, London

Michel Benoit, Commission des Opérations de Bourse, Paris

Giorgio Biancardi, Mailand

Preben Bisgaard, Kjøbenhavns Handelsbank, Kopenhagen

Henri van den Bosch, Bourse de Bruxelles, Antwerpen

Giovanni Bottazzi, Borsa Valori di Milano, Mailand

Henri Carpentier, Bourse de Bruxelles, Brüssel

J. Charpentier, Compagnie des Agents de Change, Paris

Bernard Chotin, Crédit Lyonnais, Paris

Charles John Jervis Clay, Accepting Houses Committee, London

W.P. Cooke, Bank of England, London

Kenneth Crabbe, The Stock Exchange, London

Victor Danis, Compagnie des Agents de Change, Paris

Leslie Davis, Department of Trade and Industry, London

Harald Degner, Hanseatische Wertpapierbörse, Hamburg

Lucien Dewez, Banque Bruxelles Lambert, Brüssel

Malcolm Duncan, Borsa Valori di Milano, Mailand

B. van Egghen, Lloyds' Bank, London

Jacques Fraysse de la Condamine, Compagnie des Agents de Change, Marseille

G.H. Fryer, The Stock Exchange, London

Jean Giradet, Lyon und Paris

Henri Grisius, Société de la Bourse de Luxembourg, Luxemburg

Robin G. Hodgson, M.J.H. Nightingale & Co. Limited, London

John D. Hollis, The Stock Exchange, London

Michael Josephs, The Stock Exchange, London

Jörn Keck, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv, Hamburg

Jeffrey R. Knight, The Stock Exchange, London

Joji Kobayashi, Japan Securities Research Institute, Tokyo

Torben Krogh, Københavns Fondsbørs, Kopenhagen

M. de Lagrevol, Compagnie des Agents de Change, Lyon

Michel F. Leemans, La Centrale Finanziara, Mailand

J.C. Leeson, The Stock Exchange, Dublin

Yves Mallet, Commission des Opérations de Bourse, Paris

G.H. de Marez Oyens, Vereniging voor de Effectenhandel, Amsterdam

Dirk Miersch, Commerzbank AG, Mailand

E. Mølgaard, Handelsministeriet, Kopenhagen

Jean de la Motte de Broöns, Direction du Trésor, Paris

Mark Nickerson, The Stock Exchange, London

Erik Niepoort, Danmarks Nationalbank, Kopenhagen

Jørgen Nørgaard, Handelsministeriet, Kopenhagen

Arthur L. Payman, The Stock Exchange, London

H.A. Pennant-Williams, The Stock Exchange, Manchester

Daniel Petit, Compagnie des Agents de Change, Paris

Elio Quaglia, Banco di Roma, Mailand

Ernst Rehm, Bayerische Börse, München

Marie-Claude Robert, Commission des Opérations de Bourse, Paris

Heinrich Rodrian, Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt

A.F.K. Schlepegrell, Organisation for Economic Cooperation and Development, Paris

Jacques Singer, Gicel, Paris

Kaj Sørensen, Kjøbenhavns Handelsbank, Kopenhagen

L.A. Stockwell, Automated Real-Time Investments Exchange Limited, London

Uwe Susemihl, Vereins- und Westbank, Hamburg

Charles Timmermans, Bourse de Bruxelles, Brüssel

Horst Wolf, Berliner Disconto Bank AG, Berlin

Haruji Yoshida, Japan Securities Research Institute, Tokyo

2. Monographien

Bank of Japan
Money and Banking in Japan. Hrsgg. v. L.S. Tressnell. New York 1973

B l o m g r e n - H a n s e n , Niels
An Econometric Study of the Financial Sector in Denmark. Dissertation, University of Pennsylvania 1974

B o t t l e r , Jörg
Die Automatisierung und Zentralisierung der Wertpapierbörsen mittels einer elektronischen Datenverarbeitungsanlage. Dissertation, München 1967

B o u d i n o t , A. und J.C. F r a b o t
Technique et pratique bancaires. 3. Aufl., Paris 1974

B r e m e r , Heinz
Die Börsen-Sachverständigenkommission. Berlin und New York 1976

B r i s t o n , R.J.
The Stock Exchange and Investment Analysis. 2. Aufl., London 1973

B r u n e l , Henri
Le role des Bourses de Province dans le Financement de l'Economie Régionale: Evolution et Perspectives. Dissertation, Grenoble 1975

B r u n s , Georg und Karl H ä u s e r (Hrsg.)
Die Abwicklung von Börsengeschäften im In- und Ausland. Frankfurt 1971

d e S m a l e n , B.
Effectenbeurs in nieuwe stijl. Amsterdam 1974

E n g e l s , Wolfram und Wolfgang S t ü t z e l
Teilhabersteuer. Ein Beitrag zur Vermögenspolitik, zur Verbesserung der Kapitalstruktur und zur Vereinfachung des Steuerrechts. 2., überarb. Aufl., Frankfurt 1968

F l ö g e , Rainer
Die Verbesserung der Funktionsfähigkeit der deutschen Effektenbörsen unter besonderer Berücksichtigung der Auswirkungen einer zunehmenden Integration der europäischen Effektenmärkte im Rahmen der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft. Dissertation, Darmstadt 1970

H a w k , William A.
The U.S.-Government Securities Market. Chicago 1974

Institut d'Etudes Bancaires et Financières (Hrsg.)
Les Bourses de Valeurs dans le Monde. Paris 1975

Japan Securities Research Institute
Securities Market in Japan. 2. Aufl., Tokio 1975

K e t z e l , Eberhart
Teilhabersteuer. Dissertation, Saarbrücken 1969

L o l l , Leo M. und Julian G. B u c k l e y
The Over-the-Counter Securities Markets. 3. Aufl., Englewood Cliffs 1973

M c R a e , Hamish und Frances C a i r n c r o s s
Capital City. London as a Financial Centre. London 1973

M e i e r , Ulrich
Struktur ausländischer Banksysteme: Luxemburg. Frankfurt 1975

M e n d e l s o n , Morris
From Automated Quotes to Automated Trading: Restructuring the Stock Market in the U.S. New York 1972

M ü l l e r - S t a h l , Ingo
Der geregelte Freiverkehr. Dissertation, Köln 1971

OECD, Committee for Invisible Transactions
Capital Markets Study. Paris 1967

P i v a t o , Giorgio (Hrsg.)
The Stock Exchange. Mailand 1972

R e g a n , Donald T.
A View from the Street. New York 1972

R o b i n s o n , Roland I. und Dwayne W r i g h t s m a n
Financial Markets: The Accumulation and Allocation of Wealth. New York 1974

S c h m i d t , Hartmut
Börsenorganisation zum Schutze der Anleger. Tübingen 1970

S c h u l t z e - K i m m l e , Horst-Dieter
Japans Banken. Würzburg 1968

W e s t , Richard R. und Seha M. T i n i c
The Economics of the Stock Market. New York und London 1971

W o h l f a r t h , Kurt und Siegried B l e y
Grundlagen und Praxis des Wertpapiergeschäfts.
2., neubearb. Aufl., Stuttgart 1971

Z a r b , Frank G. und Gabriel T. K e r e k e s (Hrsg.)
The Stock Market Handbook. Homewood 1970

3. Aufsätze in Periodika

a) Aufsätze mit Verfasserangabe

A r m o u r , Lawrence A.
Making a Market. Nasdaq Has Opened a New Competitive Era on Wall Street. In: Barron's vom 8. März 1971

B a c o n , Kenneth H.
SEC is Completing New Plan for System for Distributing Composite Stock Quotes. In: Wall Street Journal vom 5. März 1975

B i a n c h i , Bruno und Rinaldo V e c c i a
Quadro comparativo della legislazione del funzionamento e della dimensione dei mercati azionari nei prinicipali paesi industriali. In: Banca d'Italia, Bulletino, 28. Jg. 1973, S. 291 - 331

B r ö k e r , Günther
Der Euro-Kapitalmarkt. In: Bank-Betrieb, 16. Jg. 1976, S. 270 - 279

B r u n s , Georg
Die Computer-Revolution im Effektenbereich. In: Kreditwesen, 25. Jg. 1972, S. 760 - 762

C o h e n , Manuel F.
Toward an International Securities Market. In: Law and Policy in International Business, 5. Jg. 1973, S. 357 - 397

D e g n e r , Harald
Gesetz zur Änderung des Börsengesetzes vom 28. April 1975. In: Wertpapier-Mitteilungen, Teil IV, Sonder-Beilage zu Nr. 29 vom 19. Juli 1975

derselbe
Wertpapierbörse Hamburg: Aufschwung aus der Tradition. In: Handelsblatt vom 8. Juli 1976

E p p s , Thomas W.
The Demand for Brokers' Services: The Relation Between Security Trading Volume and Transaction Cost. In: Bell Journal of Economics, 7. Jg. 1976, S. 163 - 194

F a l c k , Carol H.
Securities Firms Reluctantly Get Closer to a Composite National Stock Market. In: Wall Street Journal vom 4. Oktober 1976

F a r r a r , Donald E.
Toward a Central Market System: Wall Street's Slow Retreat Into the Future. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 9. Jg. 1974, S. 815 - 843

F o l d e s s y , Edward P.
Chemical Bank Begins Serving As Broker In Stock Transactions At Reduced Rates. In: Wall Street Journal vom 17. September 1976

F r i e n d , Irwin und Marshall E. B l u m e
Competitive Commissions on the New York Stock Exchange. In: Journal of Finance, 28. Jg. 1973, S. 795 - 819

F r o b e n i u s , Sebastian
Japan Incorporated. In: Börsen-Zeitung vom 29. Juli 1975

F y f e , I.M.
The Scottish Stock Exchange. In: Three Banks Review, Juni 1971, S. 28 - 41

G u z z a r d i , J r . , Walter
The SEC's Crusade on Wall Street. In: Fortune, November 1974, S. 139 ff.

H e i n s i u s , Theodor
Der Deutsche Auslandskassenverein. In: Kreditwesen, 24. Jg. 1971, S. 21 - 25

H e s s e n h o u w e r , H.M.
Incourante Fondsen. In: Bank- en Effectenbedrijf 20. Jg. 1971, S. 237 - 240

H u s s e y , Allan F.
Strengthening SIPC. In: Barron's vom 16. September 1974

I m m e l , A. Richard
Pacific Exchange to Start Option Trades Amid Dual Listing Controversy. In: Wall Street Journal vom 9. April 1976

L a i n g , Jonathan R.
Chicago Options Mart Attracts Big Volume, Exceeds Expectations. In: Wall Street Journal vom 22. April 1974

L e e , James
Can the Stock Exchange Jobbing System Survive the Next Decade? In: Daily Telegraph vom 10. November 1976

L e v i n e , Roy
An Alternative to the Stock Exchange. In: Financial Times vom 27. August 1974

derselbe
Friend of the Unquoted Company. In: Financial Times vom 30. August 1974

L i p m a n , Walter
New Curb Service. Odd-lotters May Trade in Treasuries Safely and Cheaply. In: Barron's vom 20. März 1976

L o g u e , Dennis E.
Market Making and the Assessment of Market Efficiency. In: Journal of Finance, 30. Jg. 1975, S. 115 - 123

M a r t i n , Nancy
All Elements of the Securities Industry Struggle to Shape National Stock Market. In: American Banker vom 30. Juni 1976

dieselbe
Composite Quotes, Limit Order Book Are Basic to Creating National Stock Market. In: American Banker vom 1. Juli 1976

dieselbe
Chemical Will Inaugurate Customer Investment Service At Six Branches. In: American Banker vom 17. September 1976

M a m p e , E.P.
Third-Market Efficiency and NASDAQ. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 9. Jg. 1974, S. 727

M c I n n e s , Neil
Saved by the Bell? The Hammering May be Over for London's Hard-pressed Stockbrokers. In: Barron's vom 5. April 1971

M e n d e l s o n , Morris
The Martin Report and Its Aftermath. In: Bell Journal of Economics, 4. Jg. 1973, S. 250 - 269

O b e r m a n n , Gernot
Zentrale Geschäftsabwicklung an der Frankfurter Wertpapierbörse. In: Bank-Betrieb, 10. Jg. 1970, S. 12 - 18

O b e r m a n n , Gernot
Die zweite Stufe der zentralen Börsengeschäftsabwicklung an der Frankfurter Wertpapierbörse. In: IBM Nachrichten, 22 Jg. 1972, S. 289 - 294

P o l a k o f f , M.E. und A.W. S a m e t z
The Third Market - the Nature of Competition in the Market for Listed Securities Traded Off-board. In: Antitrust Bulletin, 11. Jg. 1966, S. 191 - 207

Q u i n t , Michael
List of Dealers in Governments Recognized by NYFed Grows Steadily in Quest for Diversity. In: American Banker vom 22. Juli 1976

derselbe
15 Banks are Already in Treasury Bill Futures Market, Several More Planning to Enter. In: American Banker vom 30. August 1976

R u s t i n , Richard E.
'Fourth-Market' Business Swells Sharply Following End of Fixed Brokerage Rates. In: Wall Street Journal vom 5. Mai 1975

derselbe
Merrill Lynch May Start Its Own Market For Odd Lots of Stock-Exchange Issues. In: Wall Street Journal vom 2. September 1975

derselbe
Composite Stock Tape and New Tables Cause Confusion for Investors. In: Wall Street Journal vom 3. März 1976

derselbe
Dean Witter to Begin Dealing in Odd Lots of 30 Big Board-Listed Issues This Month. In: Wall Street Journal vom 1. Juli 1976

derselbe
Big Board Amex Directors Name Panels That Will Explore Possibility of Merger. In: Wall Street Journal vom 8. Oktober 1976

S a n t o m e r o , Anthony M.
The Economic Effects of NASDAQ: Some Preliminary Results. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 9. Jg. 1974, S. 13 - 24

S h e a r l o c k , Peter
Breakthrough in OTC. In: Investors Review vom 21. März 1975

S t ü t z e l , Wolfgang
Banken, Kapital und Kredit in der zweiten Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts. In: Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Bd. 30 II 1964, S. 527 - 576

T i n i c , Seha M. und Richard R. W e s t
Marketability of Common Stocks in Canada and the U.S.A.- A Comparison of Agent Versus Dealer Dominated Markets. In: Journal of Finance, 29. Jg. 1974, S. 729 - 746

v a n d e M e r w e , E.A.J.
Europese optiebeurs in Amsterdam. In: Bank- en Effectenbedrijf, 25. Jg. 1976, S. 228 f.

W e s t , Richard R. und Seha M. T i n i c
Minimum Commission Rates on New York Stock Exchange Transactions. In: Bell Journal of Economics, 2. Jg. 1971, S. 577 - 605

W i l s o n , J.S.G.
Some Aspects of the Development of Capital Markets. In: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, No. 79, Dezember 1966, S. 3 - 50

Z a h n , Johannes
Probleme und Reform der deutschen Börsen. In: Die Aktiengesellschaft, 20. Jg. 1975, S. 169 - 175

Z a s s , Manfred
Von Mauerblümchen keine Rede mehr. Die "Explosion" des Geschäfts am Anleihenmarkt. In: Handelsblatt vom 26./27. November 1976

b) Aufsätze ohne Verfasserangabe

De bonnes idées pour relancer le marché des valeurs. M. Yves Flornoy, syndic de la Compagnie des Agents de change, les a rappelées jeudi. In: Le Nouveau Journal vom 20. März 1976

La Réforme du Marché Financier (Interview mit Yves Flornoy). In: Intercharges, Juli 1976

Pariser Börsenmakler schlugen Alarm. In: Börsen-Zeitung vom 22. September 1976

The Financial Institutions. In: Bank of England, Quarterly Bulletin, Dezember 1970 und Juni 1971 (Sonderdruck)

Weighing All the Options. In: Investors Review vom 23. Juli 1976, S. 4

Harmonisierung der Börsenumsatzsteuern. In: Bank-Betrieb, 16. Jg. 1976, S. 297 - 299

Wertpapierbestände privater Haushalte am Jahresende 1973. Ergebnis der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe 1973. In: Wirtschaft und Statistik, 1975, S. 846 - 850

Die Wertpapierunterbringung im Jahre 1974. In: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Mai 1975, S. 22 - 27

In the Money. The CBOE's Joe Sullivan Sees Fresh Growth Ahead for Options. In: Barron's vom 15. März 1975

Big Board Firms Studied for Plot to Divert Trade. A Possible Conspiracy to Cut Business of Kingsley Boye Examined by Grand Jury. In: Wall Street Journal vom 26. November 1976

Turiner Börsenmakler insolvent. In: Börsen-Zeitung vom 1. Oktober 1976

4. Textsammlungen und Kommentare

Bourse de Bruxelles
Règlement de la Bourse de Fonds Publics et de Change. Brüssel 1966 (mit Nachträgen bis 1976)

B r u n s , Georg und Heinrich R o d r i a n
Wertpapier und Börse. Ergänzbares Rechtshandbuch für den Effektenverkehr. Berlin o.J. (Loseblattsammlung, Stand April 1976)

Commerce Clearing House, Inc. (Hrsg.)
Federal Securities Law Reporter. Chicago o.J. (Loseblattsammlung, Stand 1. September 1976)

derselbe
New York Stock Exchange Guide. Chicago o.J. (Loseblattsammlung, Stand 1. Juli 1976)

derselbe
American Stock Exchange Guide. Chicago o.J. (Loseblattsammlung, Stand 1. Juni 1974)

derselbe
Pacific Stock Exchange Guide. Chicago o.J. (Loseblattsammlung, Stand 31. Mai 1974)

Commerce Clearing House, Inc. (Hrsg.)
Boston Stock Exchange Guide. Chicago o.J. (Loseblattsammlung, Stand 15. September 1975)

Council of the Stock Exchange
Rules and Regulations of the Stock Exchange. London 1973

Frankfurter Wertpapierbörse
Handbuch. Frankfurt 1974

Japan Securities Research Institute
Securities and Exchange Law and Cabinet Order for the Enforcement of the Securities and Exchange Law. Tokyo 1975

Journal Officiel de la République Francaise.
Bourses de Valeurs et Agents de Change. Paris 1973

National Association of Securities Dealers.
Manual. Chicago 1975

S c h n e i d e r - D a h l h e i m
Usancen der deutschen Wertpapierbörsen. Teil I u. II. Darmstadt o.J. (Loseblattsammlung, Stand Januar 1975)

The Stock Exchange
Admission of Securities to Listing. London 1973 (Loseblattsammlung, Stand Mai 1975)

Vereniging voor de Effectenhandel
Statuten en Reglements. Amsterdam o.J. (Loseblattsammlung, Stand Sommer 1976)

5. Offizielle Dokumente

Commission des Opérations de Bourse.
Rapports au Président de la République (Berichte der Jahre 1968 - 1975)

Kommission der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft
Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts. Bericht einer von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe (Segré-Bericht). Brüssel 1966

Royal Commission on the Distribution of Income and Wealth
Report No. 2: Income from companies and its distribution (Diamond Report). London 1975

Securities and Exchange Commission
Report of Special Study of Securities Markets. Washington 1973

dieselbe
Institutional Investor Study Report. Washington 1971

dieselbe
Annual Reports to Congress (Berichte für die Jahre 1969 - 1975)

dieselbe
Statement on the Future Structure of the Securities Markets vom 2. Februar 1972

dieselbe
Policy Statement on the Structure of a Central Market System vom 29. März 1973

dieselbe
The Effect of the Absence of Fixed Rates of Commissions. Report to Congress, December 1, 1975. Second Report, March 29, 1976

dieselbe
Release No. 34-11628 vom 2. September 1975 (Off-Board Transaction Study)

dieselbe
Release No. 34-11942 vom 19. Dezember 1975. Adoption of Rule 19c-1 Under the Securities Exchange Act of 1934 Governing Off-Board Trading by Members of National Securities Exchanges

dieselbe
Release No. 34-12158 vom 2. März 1976. Request for Public Comment on Issues Related to the Development of a Composite Central Limit Order Repository. In: SEC-Docket, Vol. 9, S. 76 - 80

dieselbe
Release No. 34-12352 vom 20. April 1976. Notice of a Program for Allocation of Regulatory Responsibility Among Self-regulatory Organisations. In: SEC-Docket, Vol. 9, S. 450 - 473

dieselbe
Release No. 34-12489 vom 28. Mai 1976. Notice of Institution of Proceedings ... (on) the Application for Registration of National Securities Clearing Corporation as a Clearing Agency. In: SEC-Docket, Vol. 9, S. 764 - 769

Securities and Exchange Commission
Release No. 34-12670 vom 29. Juli 1976. Dissemination of Quotations for Eligible Securities. In: SEC-Docket, Vol. 10, S. 109 - 112

U.S. Department of the Treasury
Public Policy Aspects of Bank Securities Activities. Washington 1975

U.S. Congress, House, Committee on Interstate and Foreign Commerce, Subcommittee on Commerce and Finance
Securities Industry Study, Report (Moss-Report). Washington 1972

U.S. Congress, Senate, Committee on Finance, Subcommittee on Financial Markets
Hearings on the Impact of Institutional Investors in the Stock Market. 2 Parts, Appendix, Washington 1973

U.S. Congress, Senate, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Subcommittee on Securities
Securities Industry Study. Hearings on Self-Regulation in the Securities Industry. Parts 3 and 4, Washington 1972

dasselbe
Securities Industry Study. Report. Washington 1973

6. Sonstiges

Advisory Committee on a Central Market System
Report to the Securities and Exchange Commission. 6. März 1973

Amsterdam-Rotterdam Bank
Elektronische Ordereinnahme und Verarbeitung (Hektographie)

A n t o i n e , Joseph und Henri C a r p e n t i e r
Présentation de la Bourse de Bruxelles. Brüssel 1976

Banca Commerciale Italiana
The Italian Stock Market. Structure, Workings and Impact of Taxation for Foreign Investors. Mailand 1972

Banca d'Italia
Relazione Economica Regione Lombarda Anno 1972. Appendice I: Note Illustrative sul Mercato Azionario Ristretto di Milano. Mailand 1973

B a t t e n , William M.
Expanding the Market for Stocks: A Shared Responsibility. Hektograhphie eines Vortrags gehalten vor dem Bond Club von San Francisco am 29. September 1976

Borsa Valori di Milano
Three Proposals of the Italian Stock Exchanges. Hektographie, 31. Januar 1975

dieselbe
Aspects of the Recent Reforms on the Italian Securities Markets. Hektographie, 29. August 1975

dieselbe
Norme Deontologiche per gli Agenti di Cambio iscritti all'albo della Borsa Valori di Milano

dieselbe
A Technical Visit to the Milan Stock Exchange. Mailand o.J.

Börsen-Daten-Zentrale GmbH
Orderdirektübermittlung. Frankfurt o.J.

Bunker Ramo Corporation
Directory of Security and Market-Maker Identifiers. Trumbull 1975

Chicago Board Options Exchange
Analysis of Volume and Price Patterns in Stocks Underlying CBOE Options from December 30, 1974 to April 30, 1975 (Nathan Study). Chicago 1975

Compagnie des Agents de Change
Die Pariser Wertpapierbörse. Ein Führer für ausländische Anleger. Paris 1976

Copenhagen Stock Exchange Act (Gesetz Nr. 220 v. 7. Juni 1972). Übersetzung hrsgg. von Københavens Fondsbørs (Hektographie)

Copenhagen Stock Exchange Order (Verordnung Nr. 487 des Handelsministers vom 16. November 1972). Übersetzung hrsgg. von Københavens Fondsbørs (Hektographie)

Danmarks Nationalbank
Danish Security Markets. Hektographie, 8. Mai 1974

Federal Deposit Insurance Corporation (Hrsg.)
Trust Assets of Insured Commercial Banks 1974

Fiduciaire Generale de Luxembourg
Eurex: A Computer Assisted Trading System for International Securities. Technical and Financial Feasability Report. Luxemburg 1974

H e r b e r t , Klaus
Die Orderdisposition im Wertpapiergeschäft. IBM DV-Fachserie Konzepte und Anwendungen. Stuttgart 1973

H o d g e s , John H.
The OTC Market - What It Was, What It Is Today. In: The Nasdaq Company and the Nasdaq Market. Washington 1974, S. 7 - 9

I m d a h l , Frank
Die Verteilung und Zuordnung des überregional gehandelten deutschen Aktienkapitals auf die wichtigsten amtlichen und nichtamtlichen Segmente des deutschen Effektenmarktes. Diplomarbeit, Hamburg 1976

Joint Treasury-Federal Reserve Study of the U.S. Government Securities Market. Staff Studies. Three Parts, Washington 1970, 1971 bzw. 1973

K r ü m m e l , Hans-Jacob
Börsen und Börsengeschäfte. In: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft. 4., völlig neugest. Aufl., hrsgg. v. Erwin Grochla u. Waldemar Wittmann. Stuttgart 1974

L o r i e , James H.
Public Policy for American Capital Markets. Statement Prepared for Submission to the Secretary and the Deputy Secretary of the Treasury. Washington 1974

M a c K i e , Robert A.
Market Making in Over-the-Counter Securities. In: The Nasdaq Company and the Nasdaq Market. Washington 1974, S. 32 - 35

M a r t i n , J r . , William McChesney
Securities Markets. Report, with Recommendations, Submitted to the Board of Governors of the New York Stock Exchange. August 5, 1971

Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Inc.
Proposal for a National Market System. New York 1975

National Association of Securities Dealers
Nasdaq and the Listing Dilemma. Washington 1975

dieselbe
Three Issues in the Development of a Central Securities Market System. Washington 1976

National Market Advisory Board
In-House Agency Cross Transactions in Listed Securities by Exchange Members. Stellungnahme gegenüber der Securities and Exchange Commission vom 24.9.1976

N e u m a n n , Eckhard
Die nationale und internationale Arbitrage in deutschen Wertpapieren. Diplomarbeit, Hamburg 1976

New York Stock Exchange
A National Market System. A Report by the National Market System Committee. New York 1976

OECD Financial Statistics

OECD, Committee on Financial Markets
Self-Regulating Security Markets. Report by Working Party No. 2. Paris, 11. August 1975

dasselbe
Report on the Concept of an International Over-the-Counter Market in Securities. Paris, 11. Dezember 1975

O k u m u r a , Hiroshi
Stockholdings and Monopoly Problems in Japan. Hektographie, Japan Securities Research Institute o.J. (1974)

Options Clearing Corporation
Prospectus Effective January 6, 1975

P e t e r s e n , Horst
Automatisierung des Effektenhandels zu Gesamtkursen und zu Einzelkursen unter besonderer Berücksichtigung der Verhältnisse in der Bundesrepublik Deutschland. Diplomarbeit, Hamburg 1976

P e t i t , Daniel
Les Valeurs Mobilières et le Marché Financier. 3 Bde. (Kursunterlagen für Studenten des Instituts d'Etudes Politiques de Paris, 1973 - 1974)

P r i e s s , F.
Advantages and Disadvantages of the Stock Exchange Monopoly and the Monopoly Exercised by Certain Stock Exchange Intermediaries. Übersetzung eines Vortrags gehalten während des Symposiums "Present Problems of Securities Markets", veranstaltet von der Kommission der Europäischen Gemeinschaften in Brüssel am 14. und 15. Oktober 1968

R a b i n o w e , Steven L.
Automated Block Trading Systems. Term Paper, Syracuse University 1974

S c h m i d t , Hartmut
Wertpapierbörsen. In: Handwörterbuch der Absatzwirtschaft. Hrsgg. v. Bruno Tietz. Stuttgart 1974

Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2, Wertpapierstatistik

The Stock Exchange
Code of Dealing. London o.J. (1975)

dieselbe
One-Day Transaction Study, 7th August, 1974

dieselbe
One-Day Transaction Study, 8th October, 1975

dieselbe
Memorandum on OECD Proposal for an International Over-the-Counter Market in Securities. London o.J.

Treasury-Federal Reserve Study of the Government Securities Market. 3 Bde., Washington 1959 bzw. 1960

Vorstand der Frankfurter Wertpapierbörse (Hrsg.)
Das britische Börsensystem. Frankfurt 1975

Jahresberichte, Kursblätter, Informationsbriefe und statistische Berichte verschiedener Börsen, Banken, Brokerfirmen und Händlervereinigungen

STUDIEN

bisher erschienen in den Reihen
„Wettbewerb" und „Wettbewerb – Rechtsangleichung" (1)

8153 – Nr. 1
Schadensersatzansprüche bei einer Verletzung der Artikel 85 und 86 des Vertrages zur Gründung der EWG
1966. 76 S. (DE, FR, IT, NL). DM 5,60; bfrs 70,–.

8176 – Nr. 2
Wirtschaftspolitik und Wettbewerbsproblematik in der EWG und ihren Mitgliedstaaten
1966. 72 S. (DE, FR, IT, NL). DM 8,–; bfrs 100,–.

8182 – Nr. 3
Das Problem der Unternehmenskonzentration im Gemeinsamen Markt
1966. 32 S. (DE, FR, IT, NL). DM 4,–; bfrs 50,–.

8183* – Nr. 4
Untersuchung über die Lage der industriellen Klein- und Mittelbetriebe in den EWG-Ländern
1966. 108 S. (DE, FR, IT, NL). DM 14,40; bfrs 180,–.

8217* – Nr. 5
Gesellschaftsrecht und Konzentration
1967. 102 S. (DE, FR, IT, NL). DM 12,–; bfrs 150,–.

8213* – Nr. 6
Vorentwurf eines Statuts für europäische Aktiengesellschaften
1967. 126 S. (DE, FR, IT, NL). DM 24,–; bfrs 300,–.

8234* – Nr. 7
Gutachten über die Methodenwahl zur Durchführung eines Vergleichs der effektiven Steuerlast von Unternehmen in den Mitgliedstaaten der EWG
1967. 37 S. (DE, FR). DM 8,–; bfrs 100,–.

8242 – Nr. 8
Die Steuerhoheit in den Mitgliedstaaten der Gemeinschaft
1969. 76 S. (DE, FR). DM 8,–; bfrs 100,–.
Diese Studie bildet den Schluß der Reihe „Wettbewerb", der eine neue Reihe unter dem Titel „Wettbewerb – Rechtsangleichung" folgen wird.

8267 – Nr. 9
Wirkungen einzelstaatlicher Preisvorschriften in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft
1970. 176 S. (DE, EN, FR, IT, NL). DM 16,–; bfrs 200,–.

(1) Die Abkürzungen DA, DE, EN, FR, IT und NL geben die Sprache an, in der die Veröffentlichung erschienen ist (dänisch, deutsch, englisch, französisch, italienisch und niederländisch).

Studien bisher erschienen in den Reihen „Wettbewerb" und „Wettbewerb – Rechtsangleichung":

8278* – Nr. 10
Beitrag zu den Möglichkeiten der Vertretung der Interessen der Arbeitnehmer in der Europäischen Aktiengesellschaft
1970. 74 S. (DE, FR, IT, NL). DM 22,–; bfrs 300,–.

8280 – Nr. 11
Globale Wettbewerbsverzerrungen und ihre Auswirkungen auf den Gemeinsamen Markt
1971. 66 S. (DE, FR, IT, NL). DM 10,–; bfrs 125,–.

8298 – Nr. 12
Untersuchung über den Rechtsschutz gegen Wirtschaftsverwaltungsakte im Recht der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft
1971. 68 S. (DE, FR, IT, NL). DM 10,90; bfrs 150,–.

8304 – Nr. 13
Methoden und Möglichkeiten, die Steuern unter solchen Gesichtspunkten neu zu gliedern, die sich bei der Harmonisierung der Steuersysteme der Mitgliedstaaten der EWG ergeben
1970. 40 S. (DE, FR, IT, NL). DM 7,50; bfrs 100,–.

8301 – Nr. 14
Die Bürgschaft im Recht der Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaften
1971, 122 S. (DE, FR, IT, NL). DM 15,–; bfrs 200,–.

8305 – Nr. 15
Körperschaftsteuer und Einkommensteuer in den Europäischen Gemeinschaften
1970. 44 S. (DE, FR, IT, NL). DM 7,30; bfrs 100,–.

8316 – Nr. 16
Budgetäre, wirtschaftliche und soziale Auswirkungen der Harmonisierung der Mehrwertsteuersätze in der EWG
1970. 92 S. (DE, FR, IT, NL). DM 7,30; bfrs 100,–.

8366 – Nr. 17
Die Konzentrationsindizes und ihre praktische Anwendung auf die Kraftfahrzeugindustrie in der Gemeinschaft
1971. 91 S. (DE, FR, IT, NL). DM 11,–; bfrs 150,–.

8337 – Nr. 18
Ausarbeitung einer makro-ökonomischen Methode zur Berechnung der Vorbelastung an indirekten Steuern landwirtschaftlicher Betriebe in den sechs Staaten der Gemeinschaft
1971. 76 S. (DE, FR, IT, NL). DM 9,50; bfrs 125,–.

Studien bisher erschienen in den Reihen „Wettbewerb" und „Wettbewerb – Rechtsangleichung":

8380 – Nr. 19
Auswirkungen des Preises und des Einkommens auf den Getränkeverbrauch in den Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaften
1972. 224 S. (DE, FR, IT, NL). bfrs 150,–.

8408 / 8425 / 8426 / 8427 / 8428 / 8429 – Nr. 20
Ziele und Instrumente des in den Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaften geltenden Wirtschaftsrechts
(Band I bis 5) 1973/1974, 81 S., 168 S., 93 S., 155 S., 190 S., 138 S.,
(DE, EN, FR, IT, NL) Synthesebericht bfrs 150,–; Band I bis 5 = bfrs 300,– pro Studie.

8633 – Nr. 20 – Band 6
Bericht über das dänische Wirtschaftsrecht
1976, 152 S. (DA, DE, FR). DM. 13,60; bfrs 210,–.

8634 – Nr. 20 – Band 7 (in Vorbereitung)

8433 – Nr. 21
Bericht über die Anwendung der Mehrwertsteuer auf Grundstücksumsätze innerhalb der Gemeinschaft
1971. 164 S. (DE, FR, IT, NL) bfrs 125,–.

8434 – Nr. 22
Bank- und Finanzgeschäfte und die Mehrwertsteuer
1973. 54 S. (DE, FR, IT, NL) bfrs 125,–;

8435 – Nr. 23
Studie über die Anwendung der Mehrwertsteuer bei Kleinunternehmen in den sechs ursprünglichen Mitgliedstaaten
1973. 47 S. (DE, FR, IT, NL) bfrs 125,–.

8436 – Nr. 24
Studie der besonderen Probleme der Anwendung der Mehrwertsteuer auf die Landwirtschaft in den Ländern der Europäischen Gemeinschaften
1973. 74 S. (DE, EN, FR, IT, NL) DM 9,50; bfrs 125,–.

8647 – Nr. 25
Beteiligungen von Banken in anderen Wirtschaftszweigen
1975. 198 S. (DA, DE, EN, FR, IT, NL) DM 12,–; bfrs 180,–.

8829 – Nr. 26
Bericht der Kommission über das Verhalten der Ölgesellschaften in der Gemeinschaft während der Periode Oktober 1973 bis März 1974
1976. 168 S. (DA, DE, EN, FR, IT, NL) DM 12,–; bfrs 180,–.

8727 – Nr. 27
Das Sachenrecht in der Europäischen Gemeinschaft
1976, 340 S. (DE, EN, FR) DM 23,40; bfrs 360,–.

Studien bisher erschienen in den Reihen „Wettbewerb" und „Wettbewerb — Rechtsangleichung":

8728 – Nr. 28
Das Bürgschafts- und Garantierecht im Vereinigten Königreich und in Irland
1976. 74 S. (DE, EN, FR) DM 8,10; bfrs 120,–.

8868 – Nr. 29
Die geographischen Preissysteme und der Wettbewerb
1976, 68 S. (DE, EN, FR). DM. 5,10; bfrs 80,–.

Vertriebsbüros

Belgique - België

Moniteur belge — Belgisch Staatsblad

Rue de Louvain 40-42 —
Leuvenseweg 40-42
1000 Bruxelles — 1000 Brussel
Tél. 5120026
CCP 000-2005502-27
Postrekening 000-2005502-27

Sous-dépôts — Agentschappen:

Librairie européenne — Europese Boekhandel

Rue de la Loi 244 — Wetstraat 244
1040 Bruxelles — 1040 Brussel

CREDOC
Rue de la Montagne 34 - Bte 11 —
Bergstraat 34 - Postbus 11
1000 Bruxelles — 1000 Brussel

Danmark

J. H. Schultz — Boghandel

Møntergade 19
1116 København K
Tel. 141195
Girokonto 1195

BR Deutschland

Verlag Bundesanzeiger

Breite Straße — Postfach 108006
5000 Köln 1
Tel. (0221) 210348
(Fernschreiber: Anzeiger Bonn
08882595)
Postscheckkonto 83400 Köln

France

Service de vente en France des publications des Communautés européennes

Journal officiel

26, rue Desaix
75732 Paris-Cedex 15
Tél. (1) 57861 39 — CCP Paris 23-96

Ireland

Government Publications

Sales Office
G.P.O. Arcade
Dublin

or by post from

Stationery Office

Beggar's Bush
Dublin 4
Tel. 688433

Italia

Libreria dello Stato

Piazza G. Verdi 10
00198 Roma — Tel. (6) 8508
Telex 62008
CCP 1/2640

Agenzia:

Via XX Settembre
(Palazzo Ministero del Tesoro)
00187 Roma

Grand-Duché de Luxembourg

Office des publications officielles des Communautés européennes

5, rue du Commerce
Boîte postale 1003 — Luxembourg
Tél. 490081 — CCP 19 190-81
Compte courant bancaire:
BIL 8-109/6003/300

Nederland

Staatsdrukkerij- en uitgeverijbedrijf

Christoffel Plantijnstraat, 's-Gravenhage
Tel. (070) 814511
Postgiro 425300

United Kingdom

H.M. Stationery Office

P.O. Box 569
London SE1 9NH
Tel. (01) 9286977, ext, 365
National Giro Account 582-1002

United States of America

European Community Information Service

2100 M Street, N.W.
Suite 707
Washington, D.C. 20037
Tel. (202) 8728350

Schweiz - Suisse - Svizzera

Librairie Payot

6, rue Grenus
1211 Genève
Tél. 318950
CCP 12-236 Genève

Sverige

Librairie C.E. Fritze

2, Fredsgatan
Stockholm 16
Postgiro 193, Bankgiro 73/4015

España

Librería Mundi-Prensa

Castelló 37
Madrid 1
Tel. 2754655

Andere Länder

Amt für Amtliche Veröffentlichungen der Europäischen Gemeinschaften

5, rue du Commerce
Boîte postale 1003 — Luxembourg
Tél. 490081 — CCP 19 190-81
Compte courant bancaire:
BIL 8-109/6003/300

FB 300,— DKr 49,50 DM 19,— FF 40,50 Lit 7150,— Fl 20,50 £ 4,90 $ 8.50

AMT FÜR AMTLICHE VERÖFFENTLICHUNGEN
DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

Boîte postale 1003 — Luxembourg

Katalognummer: CB-NP-77-030-DE-C